
AJUSTAMENTO EXTERNO NUMA UNIÃO MONETÁRIA:
O CASO PORTUGUÊS

Joana Filipa Pires Almeida da Silva

Dissertação
Mestrado em Economia

Orientado por
João Manuel de Matos Loureiro

2018

Nota Biográfica

Joana Filipa Pires Almeida da Silva nasceu no dia sete de junho de 1995, no Porto, sendo natural de Leça da Palmeira. Frequentou o curso de ciências e tecnologias na Escola Secundária João Gonçalves Zarco.

Em 2013, ingressou no curso de Economia na Faculdade de Economia do Porto, tendo-se licenciado em 2016. Durante o seu percurso académico foi membro do FEP Finance Club e participou ativamente em várias atividades de voluntariado.

Em 2016, ingressou no mestrado em Economia na Faculdade de Economia do Porto. Paralelamente, desde 2017 iniciou a sua atividade profissional numa equipa de *Asset Management* de uma empresa gestora de patrimónios no Porto.

Agradecimentos

A elaboração da presente dissertação de mestrado contou com o precioso apoio e incentivo de algumas pessoas, a quem ficarei eternamente grata.

Em primeiro lugar, agradeço ao Professor Doutor João Manuel de Matos Loureiro, pela sua importante orientação e total disponibilidade. Agradeço por todos os valiosos contributos, revisões e comentários ao trabalho que fui desenvolvendo ao longo do ano e que permitiram enriquecer de forma essencial o conteúdo desta dissertação.

Um agradecimento muito especial à minha família, a quem lhes devo tudo, em particular à minha mãe Luísa, pai Luís e irmão Diogo pela paciência, incentivo, força e amor. Obrigada pelo apoio incondicional, durante toda a minha vida, sem vocês nada seria possível. Uma palavra também de carinho aos meus avós Noémia e Mário pelo encorajamento, afeto e apoio, e uma lembrança terna à memória da minha avó Irene e avô António.

Um obrigada sincero e especial a todos os meus amigos que me acompanharam durante esta caminhada, nomeadamente, às minhas amigas: Ester, Luciana e Sara, pela amizade, paciência, carinho, confiança e incentivo que sempre me deram ao longo da vida.

Resumo

De acordo com a teoria económica, défices externos crónicos (medidos através da soma dos saldos das balanças corrente e de capital) são insustentáveis no longo prazo, exigindo, mais cedo ou mais tarde, programas de ajustamento. O processo é condicionado por vários fatores, entre os quais o regime cambial. Em regimes puros de câmbios flexíveis, existe uma resposta automática da taxa de câmbio, que se encarrega de repor equilíbrios. Já em câmbios fixos, o ajustamento inclui sempre uma desvalorização. Em uniões monetárias, como é o caso da Área Euro (AE), a desvalorização só seria possível com abandono da união. Desde o início da AE, vários Estados-membros acumularam défices externos crónicos, o que os forçou a recorrer à ajuda financeira internacional, a qual foi acompanhada de programas visando o reequilíbrio e a minimização da dependência face a credores internacionais. Portugal integra a lista de países que, entre 2010 e 2015, recorreu à assistência financeira internacional, em resultado de graves desequilíbrios externos acumulados durante vários anos. Contudo, esta não foi a primeira vez que o país caiu em tal situação. Já em 1977 e 1983 Portugal tinha passado por processos algo semelhantes. A principal diferença entre os três casos reside no regime cambial. Enquanto que em 1977 e 1983 Portugal tinha moeda própria, tendo aplicado políticas monetárias restritivas, acompanhadas de desvalorização cambial, em 2011, já com a moeda única, Portugal foi sujeito a uma política monetária ultra expansionista implementada pelo Banco Central Europeu, ao mesmo tempo não podia recorrer à desvalorização para melhorar o saldo da balança corrente. A presente dissertação faz o confronto dos processos de ajustamento externo a que Portugal esteve submetido nas últimas décadas, explicitando como os regimes monetário e cambial foram determinantes nas soluções adotadas.

Códigos JEL: F31, F32, F33, F34, F41, F45, E58, H63

Palavras-chave: Ajustamento Externo, Balança Corrente, Crédito Internacional, Déficit Externo, Portugal, Regime Cambial, União Monetária.

Abstract

According to the economic theory, chronic external deficits (measured by the sum of current and capital accounts) are unsustainable in the long run, requiring, sooner or later, adjustment programs. The process is conditioned by several factors, including the exchange rate regime. In pure regimes of flexible exchange, there is an automatic exchange rate response, which leads to equilibrium. In fixed exchange rates, the adjustment always includes a devaluation. In monetary unions, as in the case of the Euro Area, devaluation would only be possible leaving the union. Since the beginning of the Euro Area, several Member States have accumulated chronic external deficits, forcing them to resort to international financial aid, which has been attended by adjustment programs aimed to reach the equilibrium and minimizing dependence on international creditors. Portugal is a member of the list of countries which, between 2010 and 2015, that asked for international financial assistance because of several external imbalances, collected over the last years. However, this was not the first time, that the country fell into this situation. Already in 1977 and 1983 Portugal has experienced a similar process. The main difference between the three cases lies on the exchange rate regime. While in 1977 and 1983 Portugal had its own currency and applied restrictive monetary policies, followed by a currency devaluation, in 2011, with the euro, Portugal was subject to an ultra expansionist monetary policy implemented by the European Central Bank, at the same time which could not resort to a devaluation to improve the current account. This dissertation explains the external adjustment processes that Portugal has undergone in recent decades, explaining how the monetary and exchange rate regimes were a key determinant in the solutions adopted.

JEL Codes: F31, F32, F33, F34, F41, F45, E58, H63

Keywords: Current Account, Exchange Rate Regime, External Adjustment, External Deficit, International Credit, Monetary Union, Portugal

Índice de Conteúdos

Nota Biográfica	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract.....	iv
Índice de Conteúdos.....	v
Índice de Figuras.....	vii
Índice de Quadros	ix
1. Introdução	1
2. A Escolha do Regime Cambial	4
2.1. Conceptualização.....	4
2.2. Câmbios Fixos <i>versus</i> Câmbios Flexíveis: vantagens e desvantagens	8
2.3. Regimes Cambiais Híbridos, a solução?.....	12
2.4. Um caso especial de Câmbios Fixos: Uniões Económicas e Monetárias	13
3. Desequilíbrios externos: causas e processos de ajustamento.....	17
3.1. O equilíbrio externo.....	17
3.2. As origens dos desequilíbrios externos	18
3.3. Desequilíbrios externos negativos	20
3.4. O processo de ajustamento externo: caracterização	22
3.5. O papel da taxa de câmbio no processo de ajustamento externo	23
4. O processo de ajustamento externo na Área Euro (2010-2015).....	28
4.1. O contexto.....	28
4.2. Da teoria à prática: as origens dos desequilíbrios externos na Área Euro	32
4.3. O processo de ajustamento da Área Euro entre 2010 e 2015	40
5. O caso Português.....	45
5.1. Os programas de ajustamento externo de 1977 e 1983	45
5.2. O programa de ajustamento externo de 2011	55
5.3. Comparação dos três processos de ajustamento externos	63
5.3.1. Antecedentes dos desequilíbrios externos.....	63
5.3.2. Medidas tomadas no âmbito dos programas de ajustamento externo.....	66
5.3.3. Resultados dos programas de ajustamento externo.....	68
6. Como prevenir o regresso ao passado?	71
6.1. O que já foi feito da Área Euro.....	71

6.2. A União Bancária.....	74
6.3. O futuro: União Económica Monetária e Orçamental?	78
7. Considerações Finais	81
8. Referências bibliográficas	84

Índice de Figuras

Figura 2.1 - Classificação dos regimes cambiais.....	5
Figura 2.2 - O “Trilema da Política Monetária”	7
Figura 2.3 - Taxa de inflação na Argentina entre 1960-2004	11
Figura 2.4 - Taxa de câmbio ARS/USD entre 1992-2016.....	12
Figura 2.5 - Taxa de câmbio DKK/EUR entre 1999-2017	13
Figura 2.6 - Benefícios e custos de adesão a uma UEM.....	14
Figura 3.1 - Saldo da balança corrente em % do PIB entre 1982-2002.....	21
Figura 3.2 - Poupança bruta em % do PIB em 1990 e entre 1995-1997	22
Figura 4.1 - Taxa de juro da dívida pública a 10 anos de países da AE entre 1999-2005	29
Figura 4.2 - Evolução do saldo da balança corrente, mil milhões de euros, entre 1999-2010 de países da AE.....	29
Figura 4.3 - PLII em % do PIB de países da AE entre 2000-2010	30
Figura 4.4 - Relação entre PLII e taxa de juro a 10 anos da dívida soberana (2000-2011)....	31
Figura 4.5 - Fluxo líquido de crédito para o setor privado (consolidado) em % do PIB, em 2000, 2005 e 2010	32
Figura 4.6 - Poupança líquida do governo, do setor privado e do total da economia em mil milhões de euros nos anos de 2000, 2005 e 2010	35
Figura 4.7 - Saldo orçamental estrutural (em mil milhões de euros) nos GIIPS e na Alemanha, em 2000, 2005 e 2010.....	36
Figura 4.8 - Evolução da dívida pública consolidada dos GIIPS e Alemanha entre 2000-2010	37
Figura 4.9 - Índice da produtividade real dos GIIPS e Alemanha entre 2000(=100) -2010	37
Figura 4.10 - Índice da Taxa de Câmbio Efetiva Real do Euro, com o grupo dos 19, entre 1999 (=100) -2010	39
Figura 4.11 - Taxa de juro da dívida soberana a 10 anos entre 2008-2011	40
Figura 4.12 - Taxa de desemprego dos GIIPS em % entre 1999-2015.....	42
Figura 4.13 - Saldo da balança corrente em % do PIB em 2010	43
Figura 4.14 - Taxa de crescimento do PIB dos GIIPS e BELL entre 2007-2013.....	43
Figura 5.1 - Média anual do preço de barril de petróleo, em USD, entre 1960-1990	46
Figura 5.2 - Taxa de inflação anual em % entre 1960-1985	46
Figura 5.3 - Índice de taxa de câmbio real efetiva (1967=100) entre 1967-1977	48
Figura 5.4 - Saldo da balança de bens e serviços em % do PIB entre 1960-1977.....	48

Figura 5.5 - Poupança externa em % do PIB entre 1960-1977	49
Figura 5.6 - Taxa de desemprego em Portugal entre 1970-1980.....	50
Figura 5.7 - Saldos da balança corrente e da balança de bens e serviços, % do PIB entre 1977-1983	51
Figura 5.8 - Reservas oficiais líquidas em % do PIB, com ouro ao preço de mercado, entre 1973-1983	52
Figura 5.9 - Evolução do consumo e investimento público no PIB entre 1980-1985.....	54
Figura 5.10 - Taxa de câmbio XEU/PTE entre 1987-1998.....	55
Figura 5.11 - Dívida das famílias em % do seu rendimento, entre 1995-2011	56
Figura 5.12 - Dívida pública em Portugal, em % do PIB, entre 1995-2011	56
Figura 5.13 - Dívida externa em % do PIB entre 1996-2011.....	57
Figura 5.14 - Importações em % do PIB entre 1990-2011	58
Figura 5.15 - PLII em % do PIB entre 1996-2011	59
Figura 5.16 - Evolução da dívida pública em % do PIB entre 1999-2017	61
Figura 5.17 - Taxa de desemprego, evolução da produtividade do trabalho e CUT entre 2011-2017	62
Figura 5.18 - Dívida externa em % do PIB, entre 1976-1983 e 2004-2011	63
Figura 5.19 - Saldo médio anual da balança de rendimento primário e secundário (em % do PIB real) entre 1999-2011.....	64
Figura 5.20 - Peso do consumo privado e público no PIB em %, entre 1979-1983 e 2007-2011	65
Figura 5.21 - Crédito interno total em % do PIB entre 1976-1983 e 2004-2011	66
Figura 5.22 - Evolução da dívida externa em % do PIB entre 1979-1982, 1985-1989 e 2014-2017	68
Figura 5.23 - Evolução do saldo da balança corrente e respetivas sub-balanças em % do PIB entre 2011-2017	68
Figura 5.24 - Índice da taxa de câmbio real efetiva entre 2011(=100) -2017.....	69
Figura 6.1 - Principais reformas implementadas na AE entre 1992-2005.....	71
Figura 6.2 - Pilares da União Bancária.....	74
Figura 6.3 - Rácio de transformação de vários países da AE entre 1999-2016	75
Figura 6.4 - Estrutura do Sistema Europeu de Supervisão Financeira	76
Figura 6.5 - Rácio de NPL em % na AE entre 2014-2017	78

Índice de Quadros

Quadro 4.1 - Taxa de conversão da moeda dos Estados-membros para o Euro	28
Quadro 4.2 - Dívida externa em % do PIB em 2010 de países da AE.....	30
Quadro 4.3 - Rating da dívida soberana pela Standard & Poor's em 2008 e 2012	33
Quadro 4.4 - Saldo da balança corrente em % do PIB da AE entre 2000-2010.....	36
Quadro 4.5 - Taxa de crescimento acumulada entre 2000-2010 do custo nominal do fator trabalho por indivíduo	38
Quadro 4.6 - Média da taxa de inflação entre 2000-2010.....	39
Quadro 4.7 - Relações Comerciais entre China e UE.....	40
Quadro 4.8 - Detalhes do Programa de Compra de Ativos do BCE	41
Quadro 5.1 - PIB per capita a preços correntes de 1960 de países europeus em USD	45
Quadro 5.2 - Taxas de juro de referência do Banco de Portugal entre 1975-1981.....	49
Quadro 5.3 - Média anual da taxa de câmbio DEM/PTE entre 1975-1980	49
Quadro 5.4 - Peso das renumerações do trabalho no PIB entre 1975-1980	50
Quadro 5.5 - Evolução do peso das importações e das exportações, em % do PIB entre 1977-1983	50
Quadro 5.6 -Taxa de juro de referência do Banco de Portugal entre 1981-1985	53
Quadro 5.7 - Rendimento disponível bruto e poupança bruta das famílias (sem remessas de emigrantes) em % do PIB entre 1980-1985.....	53
Quadro 5.8 - Saldo da balança corrente e da balança de bens e serviços, em % do PIB, entre 1980-1986	54
Quadro 5.9 - Evolução das principais variáveis macroeconómicas entre 1980-1987.....	55
Quadro 5.10 - Índice da taxa de câmbio real efetiva entre 1999-2011 para Portugal.....	58
Quadro 5.11 - Rácio de transformação em Portugal entre 2008-2017	61
Quadro 5.12 - Taxa de crescimento do PIB real entre 2011-2017.....	63
Quadro 5.13 - Taxa de poupança em % do rendimento disponível entre 1975-1983 e 2007-2011	65
Quadro 5.14 - Síntese das principais políticas conjunturais implementadas, no âmbito dos programas de ajustamento externo de 1977, 1983 e 2011.....	67
Quadro 5.15 - Contributo total do turismo no PIB nacional em % entre 2012-2018	69
Quadro 6.1 - Objetivos e países abrangidos pelos mecanismos financeiros de ajuda.....	74
Quadro 6.2 - Propostas da forma económica e jurídica de títulos de dívida da AE.....	80

1. Introdução

As relações económicas entre os países conduzem a uma das principais condições para o bom funcionamento das economias: o equilíbrio externo, o qual pode ser medido através da soma do saldo de duas componentes da balança de pagamentos, a balança corrente e a balança de capital. O valor deste saldo pode alternar entre o positivo e o negativo sem desrespeitar a condição de equilíbrio externo. Esta apenas é violada quando ao longo de vários anos o referido saldo permanece em terreno negativo ou positivo. De acordo com a teoria económica, uma situação de desequilíbrio externo recorrente é insustentável no longo prazo, exigindo, por conseguinte, a aplicação de medidas corretivas de política macroeconómica.

A taxa de câmbio é um dos mecanismos chave no processo de correção de um desequilíbrio externo. Em termos teóricos, existem dois regimes de câmbios puros, o regime de câmbios flexíveis e o de câmbios fixos. No primeiro caso, a taxa de câmbio reage de forma automática a um desequilíbrio externo, enquanto em câmbios fixos é necessário a intervenção do Banco Central. Existe, no entanto, um caso especial dentro do regime de câmbios fixos, o da União Económica e Monetária (UEM), que se caracteriza pela ausência de autonomia na condução da política monetária e cambial por parte dos Estados-membros.

A escolha do regime cambial exige uma análise cuidada das vantagens e desvantagens associadas a cada regime em função das especificidades e características estruturais da economia de cada país, já que, historicamente multiplicam-se os casos de países que registaram desequilíbrios externos com diferentes regimes cambiais. Friedman (1953), Fleming (1962), Mundell (1961), McKinnon (1963), Kenen (1969) foram alguns dos pioneiros no tema, seguindo-se vários autores que analisaram as causas e os processos de ajustamento externo em diferentes contextos macroeconómicos, em especial, em diferentes regimes cambiais.

A existência de um desequilíbrio externo é sintoma de um problema de fundo na economia. A experiência empírica mostra que é nas situações de desequilíbrio externo negativo que o problema é mais grave. De acordo com a literatura, as principais consequências de um processo de correção de um défice externo crónico são a contração do produto e o aumento do desemprego. Foi o cenário que se verificou entre 2010 e 2015 em alguns países da Área Euro (AE), nomeadamente na Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha, os quais foram forçados a implementar um programa de ajustamento externo.

A crise severa que ocorreu recentemente na AE levou ao estabelecimento de regras específicas para preservar a estabilidade de toda a AE (Pacto de Estabilidade e Crescimento), bem como a introdução de novas regras prudenciais para o setor bancário com o intuito de reduzir o risco de futuras crises bancárias e do seu impacto negativo na economia.

O caso português destaca-se de outros casos semelhantes pelo facto de ser a terceira vez nos últimos quarenta anos que as autoridades portuguesas tiveram de recorrer a ajuda internacional. Os primeiros dois pedidos de ajuda ocorreram em 1977 e 1983 num contexto em que as autoridades portuguesas dispunham de moeda própria, o escudo, enquanto o terceiro pedido ocorreu em 2011, já na vigência do Euro.

A ajuda financeira internacional teve sempre como contrapartida a implementação de um programa de ajustamento, que se consubstanciou na introdução de uma política orçamental restritiva executada através de um aumento de impostos, de cortes temporários nos salários e transferências sociais e da contenção do investimento público.

Em 1977 e 1983 o Banco de Portugal (BdP) possuía autonomia de decisão e implementou uma política monetária e cambial restritiva, mas em 2011 já não sucedeu o mesmo, uma vez que Portugal, na qualidade de Estado-membro da AE, encontrava-se limitado na sua ação de resposta a que acresce a circunstância de ter sido sujeito a uma política monetária ultra expansionista implementada pelo Banco Central Europeu (BCE).

Em 2011 as autoridades portuguesas, uma vez que já não podiam recorrer à política de desvalorização cambial, viram-se forçadas a utilizar o único instrumento de política macroeconómica disponível: a política orçamental. Este mecanismo foi ainda acompanhado da realização de algumas reformas, nomeadamente no setor financeiro e no mercado laboral numa tentativa de tornar o país mais competitivo.

O êxito deste programa de ajustamento coloca Portugal como um caso de sucesso, quando comparado com outros programas de ajustamento dentro da AE, como seja a Grécia (Reis, 2015).

A presente dissertação pretende analisar as questões principais dos processos de ajustamento externos e a importância (ou não) dos regimes cambiais na correção dos desequilíbrios externos negativos no caso da economia portuguesa.

Nesta medida, em comparação com outros processos semelhantes ocorridos entre 2010 e 2015 na AE, elabora-se uma análise comparativa entre os três os programas já realizados em Portugal ao nível das principais questões analíticas: as causas, as medidas de política económica implementadas pelo governo e a sua eficácia.

A dissertação está dividida em sete capítulos. O presente capítulo, referente à introdução, que enquadra o estudo e refere os respetivos objetivos; o capítulo dois onde se caracterizam os diversos regimes cambiais, identificando-se as vantagens e desvantagens e respetivas implicações associadas à escolha do regime cambial; no capítulo três sintetizam-se as principais causas e os problemas de um desequilíbrio externo, assim como a forma de os solucionar em diferentes regimes cambiais; no capítulo quatro analisam-se os processos de ajustamento externo que foram implementados em alguns países da AE entre 2010 e 2015; no capítulo cinco, efetua-se uma análise aos processos de ajustamento externo português em 1977, 1983 e 2011, comparando-se as medidas tomadas e os resultados obtidos; no capítulo seis sintetizam-se as principais medidas adotadas na AE nos últimos anos pelas autoridades supranacionais, com o intuito de procurar minimizar os efeitos nocivos de um processo de ajustamento externo dentro da UEM; no último capítulo apresentam-se as considerações finais.

2. A Escolha do Regime Cambial

2.1. Conceptualização

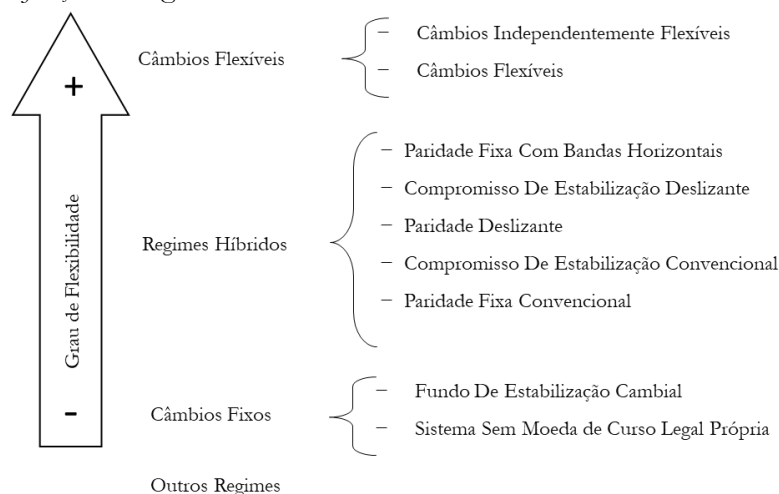
A escassez dos recursos para satisfazer as necessidades dos agentes económicos é uma limitação transversal à economia de qualquer país. Esta condição força os países a interagirem uns com os outros, daí surgindo relações internacionais, as quais são registadas nas Contas Nacionais. Neste contexto, emergem alguns conceitos e ferramentas de quantificação importantes. Em primeiro lugar, a balança de pagamentos que concretiza o registo de todas as transações económicas e financeiras entre agentes residentes e não residentes, que ocorrem durante um determinado período temporal num país. Ainda que o saldo contabilístico desta balança seja nulo por construção, as classificações das referidas transações podem ser agrupadas de acordo com a sua natureza, obtendo-se assim três sub-balanças: balança corrente, balança de capital e balança financeira. Nos termos do Banco de Portugal (2015, p. 11) a balança corrente cobre “*as transações sobre bens, serviços, rendimentos e ainda transferências correntes*”, onde a balança de bens e serviços se apresenta como a principal sub-balança. A balança de capital “*abrange as transações sobre ativos não financeiros não produzidos e as transferências de capital*”. A balança financeira inclui todas as “*transações sobre ativos ou passivos financeiros*” (Banco de Portugal, 2015, p. 11).

A soma dos saldos da balança corrente e de capital determina, em cada ano, um fluxo: a capacidade ou necessidade de financiamento de um país face ao resto do mundo. Por sua vez, a soma acumulada destes fluxos anuais, ao longo do tempo, determina a Posição Líquida de Investimento Internacional (PLII). Esta corresponde à diferença entre ativos externos detidos por residentes e os ativos domésticos detidos por não residentes. Estreitando este conceito, no caso de apenas se considerar o “*stock de passivos do país face ao exterior, com exceção do que existe sob a forma de capital ou de derivados financeiros*”, estamos perante o conceito de Dívida Externa (Banco de Portugal, 2015, p. 12).

Todos os registos na balança de pagamentos exigem uma quantificação em preço que, oficialmente, pode ser em moeda nacional ou em moeda estrangeira. No caso de ser moeda estrangeira, este é um preço que irá depender da(s) moeda(s) usada(s) como contraparte(s) nas referidas transações. O valor relativo entre as moedas, entenda-se taxa de câmbio nominal, pode flutuar ao longo do tempo ou manter-se estável. A escolha do grau de flexibilidade da taxa de câmbio não se limita apenas a estas duas opções, o que permite a existência de vários regimes cambiais.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) classifica os regimes cambiais em quatro tipos, subdividindo-os em várias categorias, as quais estão sistematizadas na Figura 2.1.

Figura 2.1 - Classificação dos regimes cambiais



Fonte: Elaboração própria com base em (FMI, 2017)

Dentro dos regimes flexíveis, o FMI apresenta duas categorias, os “Câmbios Independentemente Flexíveis” e os “Câmbios Flexíveis”. Estes regimes distinguem-se pela quantidade de intervenções do Banco Central. No primeiro caso, as intervenções são pontuais, limitadas e comunicadas ao FMI, como é o caso, por exemplo, da AE. Em “Câmbios Flexíveis” a intervenção do Banco Central é mais frequente e terá como objetivo principal limitar a volatilidade da taxa de câmbio, como, por exemplo, no Brasil.

Os regimes híbridos são divididos em cinco categorias. No sistema de “Paridade Fixa Com Bandas Horizontais” a paridade é fixa, face a uma moeda ou cabaz de moedas, com bandas de flutuação superiores a mais ou menos 1%, face ao valor publicamente anunciado, como acontece, à data, no Tonga. No “Compromisso De Estabilização Deslizante” verifica-se um movimento contínuo e regular de apreciação ou depreciação de, no mínimo, 1% ao ano. Um exemplo deste regime é a Croácia. O regime “Paridade Deslizante” implica um anúncio da paridade fixada, onde os ajustamentos são frequentes e realizados a uma taxa pré-definida ou como resposta a um indicador macroeconómico, como, por exemplo, aconteceu em Portugal entre 1977 e 1990. Nos regimes “Compromisso De Estabilização Convencional” e “Paridade Fixa Convencional” a paridade é fixa com uma banda de flutuação, no máximo, de mais ou menos 1%. A diferença entre estes dois regimes reside no facto de o segundo ser um compromisso oficial e publicamente anunciado, como acontece

atualmente na Dinamarca. No primeiro caso, este compromisso oficial não existe, como ocorre, por exemplo, na Macedónia.

Nos regimes fixos, o “*Currency Board*” define-se através de uma fixação oficial do valor da moeda nacional a um valor da moeda estrangeira, como acontece na Bulgária, face ao Euro. No “Sistema Sem Moeda De Curso Legal Própria”, a moeda com circulação legal no país será a moeda estrangeira. Um exemplo é Timor-Leste, onde a moeda em circulação é o dólar norte-americano.

Esta segmentação definida pelo FMI caracteriza-se como uma classificação de *jure*, ou seja, o regime que os *policy-makers* declaram exercer. Contudo, importa salientar que nem sempre o que as autoridades anunciam corresponde ao que se observa, surgindo assim a classificação de *fato*, empregue recorrentemente em vários estudos. A literatura relativa à classificação dos regimes cambiais é vasta e encontra-se bem resumida em Hossain (2009) para o período de 1973-1996 e, mais recentemente, em Libman (2017).

A escolha do regime cambial é uma decisão, tipicamente, do governo em colaboração com o Banco Central de cada país. Esta decisão deve ter como base uma análise cuidada dos prós e contras de cada regime, optando-se por aquele que melhor se adequará à economia em causa. Na literatura são vários os autores que enumeram os determinantes mais pertinentes no momento da escolha. Cruz-Rodriguez (2013) e Ghosh (2014) apresentam uma síntese dos autores que se debruçaram sobre o tema da escolha do regime cambial, com destaque para alguns dos clássicos:

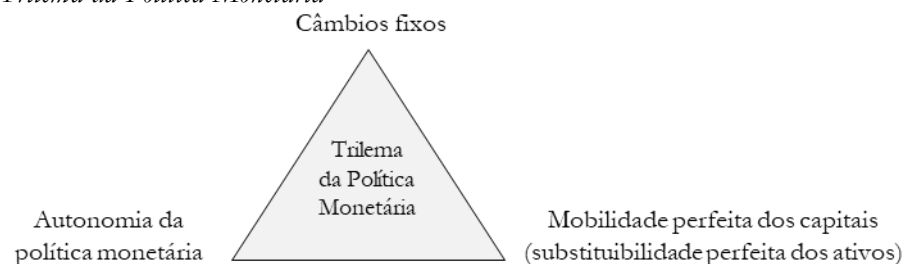
- Friedman (1953) defendia que, perante a rigidez de preços dos bens e serviços, o câmbio flexível ajuda na proteção a choques externos, já que os preços relativos se irão ajustar mais depressa;
- Fleming (1962) argumentava que a escolha do regime cambial deveria estar condicionada pela origem dos choques (nominais ou reais) e pelo grau de mobilidade internacional do fator capital;
- Mundell (1961) defendia que o câmbio fixo promove a integração económica entre países, destacando mais tarde, em 1963, também a importância da mobilidade do capital;
- McKinnon (1963) avançou com o grau de abertura e a dimensão da economia como fatores essenciais para a escolha do regime cambial;
- Kenen (19690) argumentava que era necessário ter em conta a dependência e o peso do comércio internacional na atividade económica nacional;

- Seguem-se Poole (1970) e mais tarde novamente McKinnon (1981) que reforçam que em termos de estabilidade económica e de custos, o câmbio flexível será a melhor opção perante um choque externo.

Na literatura mais recente, são referidos como determinantes na escolha do regime cambial: o comércio internacional, a dimensão do país, a origem dos choques mais frequentes, a importância das transferências de capitais internacionais, o grau de mobilidade no mercado laboral e do fator capital, a moeda em que dívida externa de um país se encontra denominada, a composição das reservas internacionais, o peso das remessas dos emigrantes na balança corrente, as fronteiras físicas do país, a ideologia do governo, a qualidade institucional dos organismos nacionais, a apetência social para abdicar da soberania monetária e o nível de globalização da economia (Frankel, 2011; Berdiev, *et al.*, 2012; Ilzetzi, *et al.*, 2017). Outro fator essencial para a escolha do regime cambial será o grau de abertura financeira e o desenvolvimento do setor financeiro do país (Hossain, 2009). Ilzetzi, *et al.* (2017) consideram que a escolha do regime cambial exige uma caracterização profunda do grau de integração do mercado de capitais de uma economia. Kose, *et al.* (2011) reforçam que existe um nível de desenvolvimento financeiro mínimo necessário para, depois, se poder usufruir dos benefícios indiretos e *spillovers* da liberalização do sistema financeiro.

A discussão sobre a escolha do regime cambial não pode, todavia, ser dissociada de um dos aspetos mais célebres da macroeconomia internacional: o “Trilema da Política Monetária”, representado na Figura 2.2.

Figura 2.2 - O “Trilema da Política Monetária”



Fonte: Elaboração própria com base em dados de De Grauwe (2016)

O “Trilema da Política Monetária” postula que é impossível verificarem-se, em simultâneo, a existência de três condições: câmbios fixos, mobilidade perfeita de capitais (ou substituibilidade perfeita de ativos) e autonomia da política monetária (Cooper, 2014; Libman, 2017). O *policy-maker* terá de optar por apenas duas das três condições do trilema. São vários os estudos que contribuem para a discussão sobre a minimização do *trade-off* que

esta escolha implica (Eichenbaum, *et al.*, 2018). Em regra, a variável de escolha é a taxa de câmbio, ou seja, se esta está fixa ou flexível. Estas opções são duas soluções extremas, designadas na literatura como “soluções de canto” (Eichengreen, 1993).

Na secção que se segue, apresentam-se os argumentos mais recorrentes na literatura, a favor e contra a adoção de cada um destes dois regimes cambiais.

2.2. Câmbios Fixos *versus* Câmbios Flexíveis: vantagens e desvantagens

Um dos argumentos a favor do regime de câmbios fixos é a disciplina na condução da política monetária que este tipo de regime cambial introduz. Pressupondo estabilidade nominal na moeda ou no cabaz de moedas fixadas, a disciplina da paridade será uma fonte de credibilidade para as autoridades nacionais, uma vez que conseguirão mais facilmente honrar o seu compromisso de conversão de divisas em moeda nacional, já que a referência para a inflação esperada a nível interno será a inflação esperada no exterior (Frankel, 2011).

No longo prazo, tende-se a verificar a paridade de poderes de compra: $\Delta\%q = \Delta\%E + \pi - \pi^*$, onde $\Delta\%q$ corresponde à variação percentual da taxa de câmbio real; $\Delta\%E$ corresponde à variação percentual da taxa de câmbio nominal; π corresponde à taxa de inflação no país; π^* corresponde à taxa de inflação no exterior. Para um país manter a sua competitividade externa é necessário que a variação percentual da taxa de câmbio real seja zero ($\Delta\%q = 0$). O valor da taxa de câmbio real de equilíbrio de longo prazo depende de vários fatores, entre os quais, a dotação de recursos produtivos, a produtividade dos fatores e as preferências dos agentes. A taxa de câmbio real de equilíbrio será assim muito estável porque dependerá de fatores estruturais que raramente, ou muito lentamente, se alteram. Com o câmbio fixo, também a variação percentual da taxa de câmbio nominal ($\Delta\%E=0$) será zero. Isto irá implicar que as taxas de inflação do país e do exterior sejam iguais ($\pi = \pi^*$). O Banco Central nacional está assim dependente da política monetária do Banco Central emissor de moeda externa, situação que não se verifica num regime de câmbios flexíveis. Assim, em câmbios fixos, quando o Banco Central do exterior aplicar uma política monetária expansionista, a economia nacional terá que proceder de igual forma. O mesmo acontecerá no caso de ser uma política monetária restritiva. Há uma perda clara de autonomia na aplicação da política monetária por parte das autoridades nacionais. Por sua vez, flutuações da taxa de câmbio nominal, num regime de câmbios flexíveis, irão materializar-se em alterações proporcionais no nível de preços de bens e serviços, não afetando a procura

externa. Este é um fenómeno que protege a economia contra eventuais pressões inflacionistas/deflacionistas do exterior.

Outro argumento favorável ao regime de câmbios fixos é o incentivo ao aumento da coordenação das políticas económicas, como forma de evitar políticas do tipo *beggar-thy-neighbour*, isto é, políticas cambiais que, de forma propositada, visam ganhar competitividade internacional. Em regra, isto provoca retaliações, que acabam por prejudicar o desenvolvimento económico, já que torna, por exemplo, mais difícil cumprir o pagamento de dívidas ao exterior perante uma depreciação da moeda nacional (Farhi, *et al.*, 2011). Por oposição, num regime de câmbios flexíveis, as autoridades monetárias ficam sem qualquer obrigação de intervenção no mercado cambial, e, como consequência a taxa de câmbio oscila em função da lei da oferta e da procura.

No curto prazo, pressupondo a existência de rigidez de preços dos bens e serviços, um aumento/diminuição da procura da moeda estrangeira, isto é, divisas ou reservas internacionais, levará a uma depreciação/apreciação da moeda nacional, em câmbios flexíveis, não havendo intervenção do Banco Central. Assim, um eventual desequilíbrio no mercado cambial, será compensado por uma variação na taxa de câmbio. No caso de o preço da moeda nacional estar fixo, o Banco Central é forçado a realizar operações no mercado que anulem o excesso de oferta ou de procura da moeda estrangeira, comprando-a ou vendendo-a, respetivamente. Este desequilíbrio será temporário e a ação do Banco Central terá que garantir que o preço da moeda se mantém fixo, assegurando uma quantidade de divisas procurada igual à oferecida. A compra ou venda de moeda estrangeira terá como contraparte moeda nacional. No caso de estarmos perante um excesso de procura de moeda estrangeira, com pressão para a valorização da mesma, o Banco Central irá intervir, vendendo moeda estrangeira e comprando moeda nacional. Na situação oposta, isto é, perante um excesso de oferta de moeda estrangeira, com pressão para a desvalorização da mesma, o Banco Central irá comprá-la, vendendo moeda nacional. Contudo, pode-se argumentar que, a maior autonomia na aplicação da política monetária em câmbios flexíveis é uma ilusão, já que a taxa de câmbio é uma variável macroeconómica demasiado relevante para que possa ser simplesmente ignorada pelas autoridades (Habib, *et al.*, 2017).

A redução da incerteza e volatilidade é outra vantagem frequentemente apresentada na literatura para adoção de um regime de câmbios fixos (Frankel, 2011). Os ataques especulativos e as perturbações no mercado monetário, como por exemplo, o efeito de *overshooting*, isto é, a reação excessiva da taxa de câmbio, no curto prazo, a um determinado

evento, deixam de ser uma preocupação das autoridades monetárias (Frankel, 2011). No entanto, é importante referir que este argumento pode ser contrariado pela possibilidade de se poder fazer coberturas do risco cambial através do mercado de derivados.

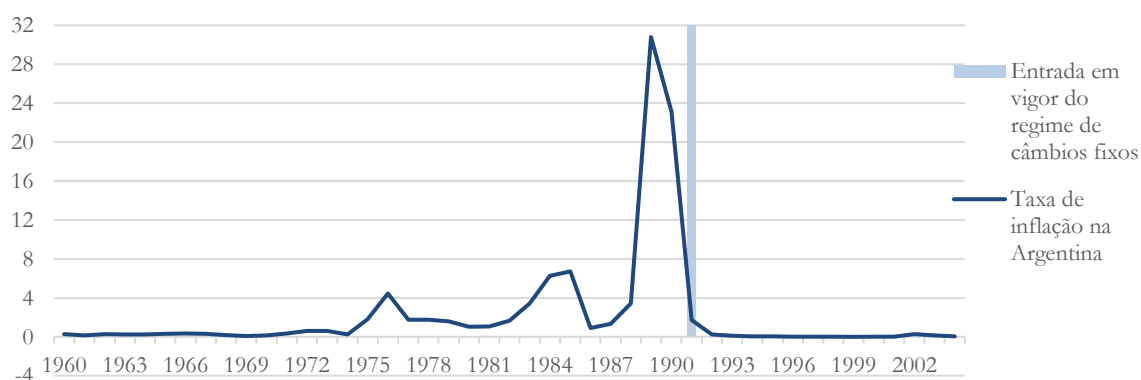
Uma consequência importante da redução da incerteza e queda da volatilidade cambial será a redução dos custos associados ao comércio e investimento internacional (Frankel, 2011). De acordo com Frieden (2008), quanto maior o grau de abertura da economia e maior o peso do comércio e do investimento internacional na economia, maior será a propensão para um país adotar um regime de câmbios fixos. Também ao nível do consumidor, os agentes têm preferência por um perfil de consumo estável, valorizando a estabilidade cambial (Towbin, 2013).

Para além da autonomia, outro argumento a favor da adoção de um regime de câmbios flexíveis reside na proteção que este regime confere contra choques externos, onde o câmbio funciona como um estabilizador, suavizando o impacto do choque. No médio e longo prazo, perante um desequilíbrio externo, as variações da taxa de câmbio irão garantir que, no caso de um défice na balança corrente, a moeda nacional deprecie, enquanto que num cenário de excedente a moeda nacional aprecie. No caso de a paridade estar fixa, o reequilíbrio será através da balança financeira com entradas ou saídas de moeda externa. Por exemplo, perante uma recessão no exterior (choque externo negativo), que provoca uma queda das exportações nacionais, com influência negativa no produto, haverá uma maior oferta de moeda estrangeira, implicando a depreciação da moeda estrangeira. Esta, ao tornar-se mais barata em termos relativos, irá fazer com que os agentes económicos nacionais ganhem poder de compra. Criam-se assim as condições para um aumento das importações e queda do produto nacional, com reorganização da procura líquida externa da economia. Em câmbios fixos não existe este mecanismo de proteção perante um choque externo negativo. No caso de este choque negativo dar origem a um desequilíbrio externo permanente poderão estar criadas as condições para uma crise cambial, já que num cenário extremo as autoridades monetárias podem ter de desvalorizar a moeda, alterando a paridade fixada. Esta é uma ação que terá consequências ao nível orçamental, uma vez que a queda do poder de compra e das importações irão levar a uma consequente queda do consumo que implicará uma diminuição das receitas orçamentais do governo (queda do montante total de impostos e aumento da despesa através de subsídios de desemprego e transferências sociais) com um efeito final negativo no produto (Yeyati, *et al.*, 2010; Cruz-Rodriguez, 2013). Todavia, é necessário ter em conta o tipo de choque externo, uma vez que de acordo com

Frankel (2011) câmbios fixos isolam mais facilmente quando o choque é monetário. Contudo, de acordo com o autor, a maioria dos choques que afetam as economias são reais e não monetários, o que acaba por diminuir a força deste argumento. Cruz-Rodriguez (2013) confirma que, a probabilidade de um país apresentar um regime de câmbios fixos aumenta quando o país é alvo com maior frequência de choques nominais.

As economias estão sujeitas a “choques”, isto é, alterações numa variável endógena devido a um movimento de uma variável exógena. É possível fazer várias classificações dos choques que uma economia pode ser alvo. Relativamente à natureza, este pode ser nominal ou real. Outra classificação possível, é se teve como origem o lado da oferta, onde os exemplos típicos são a alterações na função produção (produtividade e/ou custos), ou do lado da procura, onde se pode exemplificar com alterações do nível de confiança de consumidores e empresários, isto é, os *animals spirits*. Foi este tipo de choque, com base na (falta de) confiança dos agentes económicos que esteve na origem dos problemas associados aos regimes de câmbios fixos na década de 1990. Destaque para a Crise Asiática e na América da Sul, onde a Argentina é um exemplo emblemático do que se verificou em algumas destas economias. Com um regime de câmbios fixos típico, o peso argentino apresentava uma paridade fixa face ao dólar, igual à unidade, isto é, um peso argentino (ARS) equivalia a um dólar norte-americano (USD). Com entrada em vigor deste regime em 1991, a inflação na Argentina reduz-se fortemente, passando de 2314% em 1990 para 25% em 1992 (Figura 2.3).

Figura 2.3 - Taxa de inflação na Argentina entre 1960-2004



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

A queda na taxa de inflação registada na economia argentina foi acompanhada por uma perda de competitividade face aos seus principais parceiros comerciais, essencialmente economias da América Latina, com apreciação do peso face a estas moedas, conduzindo a uma forte queda da procura externa. Contudo, o aumento persistente da dívida conduziu a

uma desconfiança dos mercados sobre o cumprimento das responsabilidades das autoridades argentinas. Os credores geraram uma forte pressão de desvalorização do peso, com a venda de dívida pública e posterior venda de pesos no mercado cambial (Edwards, 2002). Assim, em 2002 a Argentina vê-se obrigada a abandonar o regime de *Currency Board* e o peso argentino regista uma forte depreciação face ao dólar, visível na Figura 2.4.

Figura 2.4 - Taxa de câmbio ARS/USD entre 1992-2016



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

2.3. Regimes Cambiais Híbridos, a solução?

O aumento da globalização e da mobilidade internacional dos capitais que se verificou a partir de 1990 levou a um abandono generalizado do regime de câmbios fixos. À época, vários países optaram por deixar a sua taxa de câmbio flutuar livremente, contudo, alguns decidiram manter a rigidez associada aos câmbios fixos e migraram para um regime híbrido, conservando características dos dois regimes extremos. Numa análise aos dados mais recentes disponibilizados pelo FMI (2017), o regime de câmbios híbridos é, desde 2009, o regime com maior peso relativo face aos restantes regimes. Em 2017, 42.2% do total dos países apresentava um regime cambial híbrido, 39.5% câmbios flexíveis, 12.5% câmbios fixos e 9.4% dos países apresentavam regimes cambiais classificados como “outros”.

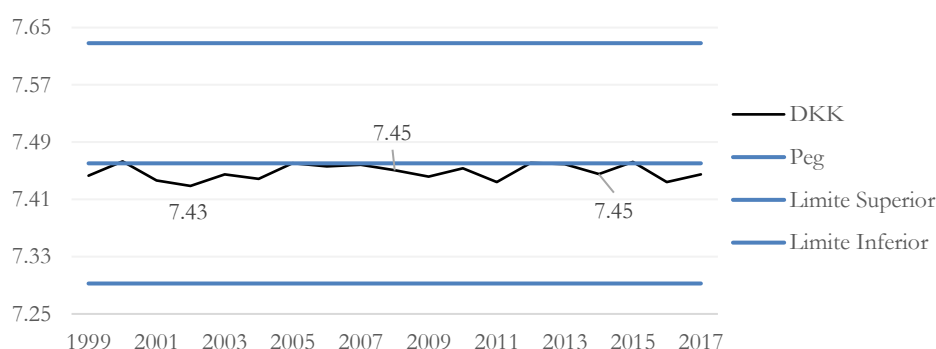
Existe um espectro grande entre as duas soluções “de canto”. Um regime cambial híbrido apresenta características de ambas as soluções: por um lado, existe um valor de referência para a paridade da moeda, contudo, é permitida uma certa flexibilidade da variação da taxa de câmbio, dentro de certos limites. É a definição destes limites que permite a classificação de vários regimes cambiais híbridos.

Cruz-Rodriguez (2013) elenca vários estudos que apontam este tipo de sistema intermédio como a melhor escolha no que diz respeito à combinação ótima entre o *trade-off* da credibilidade associada a câmbios fixos e a flexibilidade inerente aos câmbios flexíveis. O

autor apresenta um resumo da literatura que envolve a discussão das vantagens e desvantagens deste tipo específico de regime cambial.

Um exemplo de um país com um regime cambial híbrido é a Dinamarca (FMI, 2017). A coroa dinamarquesa tem uma “Paridade Fixa Convencional” face ao Euro, isto é, o valor da taxa de câmbio pode flutuar dentro de uma banda, tendo como referência a paridade publicamente anunciada. À data, a paridade é de cerca de 7.46 coroas dinamarquesas (DKK) por 1 euro (EUR). A banda de flutuação superior é 7.63 coroas (+2.25% que a paridade fixada) e a banda inferior corresponde a 7.29 coroas (-2.25% que a paridade) (Figura 2.5).

Figura 2.5 - Taxa de câmbio DKK/EUR entre 1999-2017



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCE

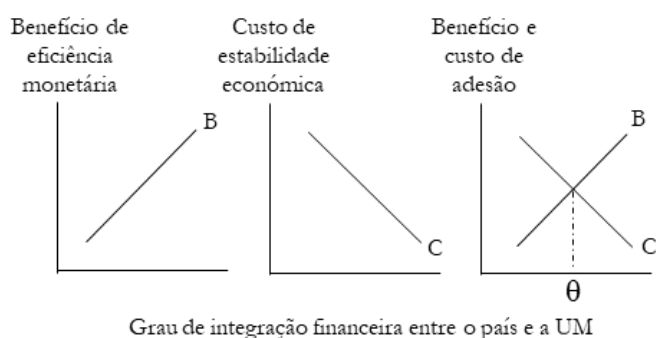
2.4. Um caso especial de Câmbios Fixos: União Económica e Monetária

Aumentando o grau de rigidez associado ao regime de câmbios fixos, é possível identificar outro tipo de regime: a União Económica Monetária (UEM). Neste regime, o país que adere abdica da moeda nacional, prescindindo da autonomia e controlo da política monetária. A adesão a uma UEM exige uma análise de custos, que se materializa essencialmente a nível macroeconómico e benefícios, observáveis a nível microeconómico (De Grauwe, 2016). A análise custo-benefício de adesão a uma UEM é muito influenciada pelo nível de rigidez de salários e de preços, sendo necessário ter também em conta a dimensão e frequência de choques assimétricos que ocorrem na UEM (De Grauwe, 2016).

Quanto maior for o grau de integração económico do país com a UEM, maior será o ganho que o país obtém por aderir. Este é um ganho de eficiência monetária que advém essencialmente da redução de custos e incerteza e da maior transparência de preços, ou seja, os consumidores observam os preços na mesma moeda e podem fazer comparações mais facilmente. Esta relação positiva pode ser representada através da reta B na Figura 2.6, com os benefícios representados no eixo vertical e o grau de integração no eixo horizontal. Por

sua vez, quanto maior o grau de integração económico do país com a UEM, mais vulnerável fica a choques externos já que perde a capacidade isoladora dos câmbios flexíveis, não possuindo autonomia na aplicação da política monetária. Esta relação está representada na reta C da Figura 2.6, cujo declive é negativo. Considerando os benefícios líquidos da adesão no eixo das ordenadas e representando as duas retas (B e C) num gráfico único, conclui-se que um país deverá aderir a uma UEM se os benefícios forem superiores aos custos, ou seja, se o grau de integração do país for superior a θ , valor onde os benefícios e custos se igualam.

Figura 2.6 - Benefícios e custos de adesão a uma UEM



Fonte: *Elaboração própria com base em dados de De Grauwe (2016)*

Os benefícios e custos são muito difíceis de quantificar, sendo esta análise a base da designada Teoria da Zonas Monetárias Ótimas (TZMO). Uma Zona Monetária Ótima é um conjunto de países que consegue, em câmbios fixos, atingir em simultâneo o equilíbrio interno e externo, ou seja, garantir estabilidade de preços e pleno emprego, juntamente com o equilíbrio da balança de pagamentos (Krugman, 2013).

Aizenman (2018) apresenta uma síntese dos estudos pioneiros da TZMO, onde se destaca Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969). A literatura sobre a TZMO é ampla e os contributos para a discussão sobre a análise das vantagens e desvantagens da adesão de um país a uma UEM são variadíssimos.

Bordo, *et al.* (2013), De Grauwe (2016), Libman (2017) e Aizenman (2018) elencam os principais aspetos a ter em conta na decisão:

- comércio internacional: quanto maior o peso relativo, na atividade económica interna, das transações internacionais de bens e serviços com parceiros da UEM, maior será o benefício de adesão à UEM;
- dimensão do país: países de maior dimensão, em regra, são mais fechados, assim quanto maior for a dimensão do país, maior tende a ser o custo de adesão à UEM;

- proximidade geográfica: países geograficamente mais próximos tenderão a beneficiar mais com a adesão a uma UEM, já que as relações internacionais (investimento e comércio) com esses países tendem a ser maiores;
- origem, magnitude e frequência dos choques: quanto maior a sincronização e semelhança dos ciclos económicos do país com os membros da UEM, mais vantagens terá o país que adere, já que existe a possibilidade de uma resposta sincronizada por parte das autoridades, tanto em fases de expansão como de recessão, facilitando a convergência das variáveis para o valor de longo prazo;
- disponibilidade de outros mecanismos de ajustamento eficazes: quantos mais instrumentos um país tiver ao dispor, como por exemplo, a flexibilidade de preços, salários e do fator trabalho, menor custo terá em aderir a uma UEM, já que fica menos dependente de decisões de autoridades internacionais;
- grau de desenvolvimento do setor bancário, integração e regulação financeira: quanto maior for o grau destas três vertentes do setor financeiro, menores serão os custos de adesão a uma UEM, na medida em que maior integração implica maior uniformização de regras e mais transparência, o que minimiza potenciais riscos e reduz o impacto de choques negativos nos balanços dos bancos;
- características da UEM, em especial a credibilidade do Banco Central, já que a opção de desvalorização tem riscos e não pode ser usada com frequência, visto que tem efeitos diretos nas expectativas dos agentes económicos, influenciando decisões de consumo e investimento.

Muitas das vantagens e desvantagens da adesão a uma UEM são semelhantes às da participação num regime de câmbios fixos, anteriormente apresentadas. Adicionalmente, é referida como vantagem a redução dos custos de transação, já que a eliminação do risco cambial diminui o risco sistémico do país. Isto incentivará a uma queda das taxas de juro reais da economia, que por sua vez levará os investidores a exigirem um prémio de risco inferior, para o mesmo investimento, contudo, muitas vezes os investidores não vêem esta ligação, ou seja, a eliminação do risco cambial não elimina o risco sistémico de um país (Krugman, 2013; De Grauwe, 2016). Outra vantagem reside na maior transparência de preços, que leva a uma queda dos custos e aumento de bem-estar (Krugman, 2013). Acresce que, a concorrência irá aumentar permitindo aos consumidores optar por uma maior variedade de bens e serviços. A concorrência levará a uma convergência entre os preços dos

bens domésticos e os dos bens estrangeiros, facilitando o acesso a preços mais baixos e a novos serviços que, em geral, passam a ser mais eficientes do que antes.¹ Já as desvantagens da adesão a uma UEM centram-se, essencialmente, na perda de flexibilidade de um importante mecanismo de ajustamento a choques externos, isto é, a taxa de câmbio (Corsetti, *et al.*, 2017). Outra crítica apontada à TZMO é que, com a integração comercial, surge o efeito de economias de escala que potencia o aumento da concentração das atividades industriais e especialização, aumentando a probabilidade de ocorrência de choques assimétricos. Krugman (2013) e Aizenman (2018) indicam que as vantagens líquidas de aderir a uma UEM podem variar e evoluir ao longo do tempo, estando dependentes do contexto macroeconómico internacional.

Em suma, a escolha do regime cambial materializa um dos temas mais importantes para a macroeconomia internacional. Existe uma ampla literatura que analisa os determinantes e desempenho dos vários regimes cambiais (Eichenbaum, *et al.*, 2018). Apesar da ausência de um consenso generalizado sobre qual o regime cambial mais adequado para cada país, Frieden (2008) sintetiza a decisão das autoridades num *trade-off* de duas grandes dimensões:

- tipo de sistema, ou seja, se as autoridades optam por um regime de câmbios fixos, privilegiando a estabilidade e a credibilidade, ou se elegem os câmbios flexíveis e dão preferência à flexibilidade cambial;
- e por outro lado, se preferem uma moeda apreciada, e beneficiam os consumidores, porque lhes dão mais poder de compra, ou uma moeda depreciada e protegem os produtores, tornando as exportações relativamente mais atrativas.

¹ Ao longo do presente trabalho considera-se que existe apenas competitividade com base nos preços, mas existem outras formas de um país ser competitivo internacionalmente, como por exemplo via qualidade, ou diferenciação.

3. Desequilíbrios externos: causas e processos de ajustamento

3.1. O equilíbrio externo

O equilíbrio externo pode ser medido através da soma dos saldos das balanças corrente e de capital, que será igual ao simétrico do saldo da balança financeira, garantindo o equilíbrio contabilístico da balança de pagamentos.² O saldo da balança corrente, que agrega o saldo das balanças de bens e serviços, de rendimentos primários e de rendimentos secundários apresenta especial importância no que diz respeito à posição externa de uma economia, tendo em conta que a balança de rendimentos primários e de rendimentos secundários (que inclui as remessas de emigrantes) registam operações que tendem a ser estáveis ao longo do tempo, e têm pouco peso no saldo total da balança corrente.

A PLII traduz a dotação intertemporal dos recursos de um país, podendo exibir um fluxo positivo e o país é um credor líquido sobre o exterior, ou ser negativo e o país é um devedor líquido. A riqueza externa (W) de uma economia pode variar essencialmente por dois motivos, movimentos do saldo da balança financeira ou pelos “efeitos de valorização”: $\Delta W = \text{Efeitos de Valorização} - \text{Saldo da Balança Financeira}$. A balança financeira pode apresentar um saldo positivo quando se está a acumular ativos sobre o exterior, ou negativo, quando se está a desacumular ativos financeiros sobre o exterior. Já os “efeitos de valorização”, isto é, ganhos ou perdas de capital sobre os ativos e passivos externos brutos, representam uma parte importante e crescente da dinâmica das PLII, podendo resultar de variações da flutuação da taxa de câmbio ou dos preços dos ativos (Gourinchas e Rey, 2014).

O saldo das transações que uma economia realiza com o exterior varia de ano para ano. Estas oscilações anuais irão tendencialmente ser compensadas entre si, ao longo do tempo. Contudo, o que por vezes se verifica, é, de forma permanente, um desequilíbrio no mesmo sentido, ou seja, a soma do saldo balança corrente e de capital ser sucessivamente negativa ou positiva, sendo inúmeros os exemplos de países nesta situação. Isto levará à formação de um desequilíbrio externo, cenário que, em linha com a teoria económica, é insustentável no longo prazo. De acordo com a restrição orçamental intertemporal (ROI), economias que no presente registem défices na balança corrente primária e de capital terão de obter excedentes primários futuros. Isto porque correm risco de incumprimento, já que a

² Empiricamente, olhar para o saldo balança financeira para medir os desequilíbrios não fará muita diferença, essencialmente em países desenvolvidos, já que o grau de correlação entre este saldo e a soma dos saldos da balança corrente e de capital é elevado (Chinn e Wei, 2008).

acumulação de dívida leva os credores internacionais a exigirem um *spread* de taxa de juro maior, devido à incerteza sobre a execução ou não dos compromissos dos devedores. Esta situação conduz a que gradualmente os credores deixem de comprar a respetiva dívida, cortando o financiamento externo da economia. Por outro lado, economias que no presente registem excedentes na balança corrente poderão apresentar no futuro défices, já que não é razoável admitir que uma economia irá acumular ativos sobre o exterior indefinidamente.

A abordagem da ROI permite concluir que, no longo prazo, o valor presente da despesa de um país deve ser igual ao valor atualizado da sua produção e riqueza inicial. Tendo por base um horizonte temporal finito, assume-se que o endividamento será sempre reembolsado ou que a poupança acumulada será gasta. Este pressuposto implica que quando o país gera poupança no presente, irá gastá-la no futuro e quando acumula dívida no presente irá gerar poupança no futuro (Gourinchas e Rey, 2014).

A ausência de equilíbrio externo irá implicar que, em determinado momento, o país será forçado a realizar um ajustamento externo. Este ajustamento pode ocorrer por via de dois canais: o do comércio, com alterações ao nível das exportações/importações de bens e serviços, tanto pela quantidade como pelo preço; ou via canal financeiro, isto é, através de alterações dos preços dos ativos e dos retornos das carteiras do país, através do designado “efeito de valorização” (Gourinchas e Rey, 2007; Devereux e Sutherland, 2010). Devereux e Sutherland (2010), com o objetivo de fazerem uma análise qualitativa e quantitativa, concluem que, para a maioria dos países, a evolução dos ativos externos líquidos é fundamentalmente determinada pelos ganhos e perdas de valorização resultantes de mudanças nos preços dos ativos e taxas de câmbio. Estas são variações que não impactam o saldo da balança corrente, mas exigem uma análise cuidada das propriedades dos ativos em carteira, uma vez que determinam a forma como diferentes choques se propagam entre países e como os países se ajustam (Gourinchas e Rey, 2014; Lane e Milesi-Ferretti, 2015).

3.2. As origens dos desequilíbrios externos

Faruqee e Lee (2009) analisam a evolução e dispersão dos desequilíbrios externos e concluem que, apesar da queda em valor, face ao produto interno bruto (PIB), a dispersão, ou seja, a quantidade de países que registam desequilíbrios externos, tem aumentado nas últimas décadas. Os fundamentos macroeconómicos que estão na base da explicação dos desequilíbrios externos diferem de economia para economia. Em Lane (2012) encontra-se uma síntese dos principais motivos apontados na literatura para a origem dos desequilíbrios

externos. Mais recentemente, Semmler e Tahri (2017) fazem igual exercício e resumem algumas das causas mais usualmente apontadas na literatura, para os desequilíbrios externos:

- nível de poupança e investimento; a balança corrente pode ser analisada como: $CA = S - I_{(t)}$, sendo “CA” saldo da balança corrente, “S” poupança e “I” investimento; uma vez que a poupança tende a ser uma variável estável ao longo do tempo, apenas o investimento irá depender positivamente da taxa de juro; quanto menor a taxa de juro de referência para a economia, menor será o incentivo ao investimento e maior será o saldo da balança corrente e da PLII, *ceteris paribus*; quanto menor a poupança total da economia, menor será o saldo da balança corrente e da PLII, tudo o resto constante;
- expectativas de crescimento económico futuro; expectativas demasiado otimistas por parte dos agentes económicos em relação à evolução da economia no futuro poderão provocar um sobreaquecimento da mesma, já que podem criar um incentivo ao investimento e consumo, no momento presente, motivado pela facilidade de acesso ao crédito externo (Eichenbaum, *et al.*, 2018); pode-se assim verificar um excesso de entradas de capital no país que agravará o saldo da balança corrente e, por sua vez, a PLII, *ceteris paribus*, traduzindo-se em maior dependência ao exterior; quanto maior o stock de passivos líquidos do país face ao exterior, maiores serão os encargos da dívida;
- regulação e integração financeira; de acordo com Towbin (2013) os desequilíbrios externos podem ser vistos como uma consequência da maior integração ou liberalização dos mercados financeiros, já que a redução dos custos de financiamento irá levar a um aumento do investimento interno/ diminuição da poupança, provocando um défice da balança corrente que, somado a um saldo estável da balança de capital, alimentam a deterioração da PLII, *ceteris paribus*;
- risco e grau de liquidez dos ativos financeiros; quanto maior o risco associado à detenção de um título de dívida ou menor o grau de liquidez, maior será a taxa de juro que os investidores irão exigir pela posse deste título, *ceteris paribus*; assim quanto maior a taxa de juro, maior será o custo de financiamento do agente económico, promovendo o aparecimento de desequilíbrios externos negativos;
- moeda de denominação da dívida, reservas e ativos externos; quando maior a percentagem de dívida externa denominada em moeda externa, maior será o

- aumento dos encargos da dívida, em termos reais, decorrentes de uma depreciação/desvalorização da moeda nacional (Catão e Milesi-Ferretti, 2014);
- política orçamental; alterações permanentes no saldo orçamental tem efeito em decisões de consumo, investimento e poupança que, por sua vez, influenciam variáveis como exportações, importações e volume de crédito externo, impactando o saldo da balança corrente (Algieri, 2013);
 - natureza dos regimes cambiais e política monetária; de acordo com a teoria económica, regimes de taxas de câmbio flexíveis podem permitir um ajustamento mais rápido, prevenindo elevados desequilíbrios externos permanentes;
 - estabilidade externa; se as ligações reais e financeiras entre os países são sustentáveis, *ceteris paribus*, existe uma menor probabilidade de ruturas evitando movimentos bruscos na taxa de câmbio e preços dos ativos, com impacto negativo no saldo da balança corrente e na PLII (Dorrucci e McKay, 2011);
 - rigidez salarial (e de preços de bens e serviços); de acordo Schmitt-Grohé e Uribe (2016) a rigidez gera uma externalidade negativa: em períodos de expansão existem aumentos ineficientes dos salários reais, que acabam por elevar o patamar mínimo de negociação, tornando mais difícil reduzi-los, se necessário; quando o ciclo económico inverter, esta inflexibilidade irá gerar mais desemprego que agrava a queda do produto e do investimento, contribuindo negativamente para o saldo da balança corrente e deteriorando a PLII da economia;
 - heterogeneidade de empresas; quanto maior for a diferenciação das empresas tanto a nível nacional como face às empresas estrangeiras, menor será a probabilidade de um choque externo negativo ter um impacto tão pronunciado no produto e emprego da economia nacional (Mauro e Pappadà, 2014);
 - dimensão; países de maior dimensão tendem a ser mais fechados, ou seja, menos dependentes do exterior, verificando-se uma relação positiva entre a sensibilidade dos preços e os desequilíbrios externos, à medida que aumenta a dimensão do país (Galstyan, 2015).

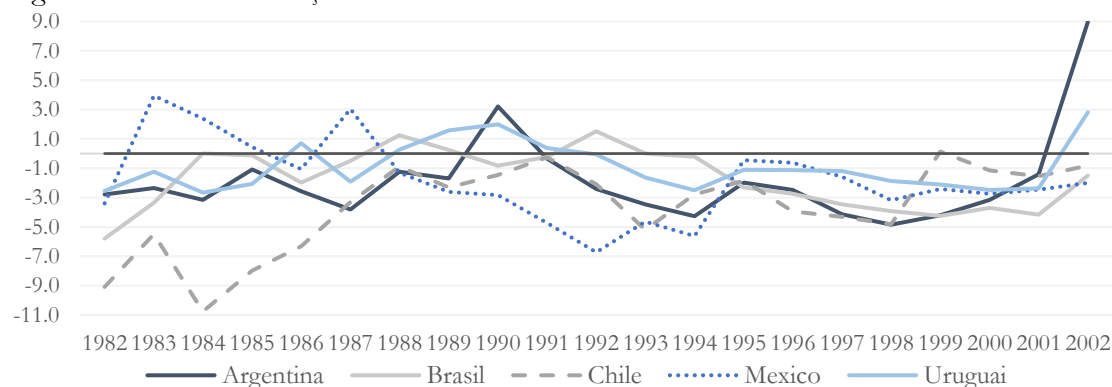
3.3. Desequilíbrios externos negativos

A evidência empírica demonstra que autoridades nacionais, regra geral, tendem a não responder a desequilíbrios na PLII e a ignorar esta importante variável macroeconómica, privilegiando outras (Towbin, 2013). Os estudos empíricos mostram que são os países com

desequilíbrios negativos que, tipicamente, ajustam e passam por processos muito custosos, em especial ao nível de emprego, produto e bem-estar social (Lane e Milesi-Ferretti, 2015). Assim, ao longo do presente trabalho será focado essencialmente este tipo de desequilíbrio, isto é, as causas, consequências e processo de ajustamento de crónicos défices externos.

São vários os exemplos históricos de economias com desequilíbrios externos negativos persistentes, com destaque para as economias emergentes da década de 1990. Na América Latina, países como o Chile (1982), México (1994-1995), Brasil (1999), Argentina (2001-2002) e Uruguai (2002) registavam, nos anos que precederam o início do processo de ajustamento, défices crónicos no saldo da balança corrente, visíveis na Figura 3.1. Em 1982, o Chile registava um défice na balança corrente de 9.1% do PIB e o México, em 1994, de 5.6% do PIB. Baixas taxas de poupança, políticas monetárias e fiscais não disciplinadas e um contexto macroeconómico muito instável foram alguns dos contributos para as crises que estas economias viveram (Obstfeld e Taylor, 2017).

Figura 3.1 - Saldo da balança corrente em % do PIB entre 1982-2002

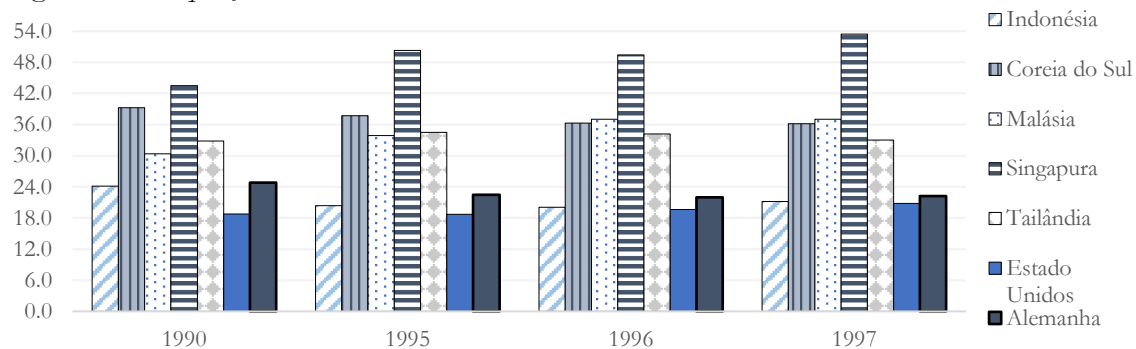


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

Na Ásia foram também vários os países que, no passado, atravessaram processos de ajustamento externo. Com causas distintas das que originaram os desequilíbrios registados na América do Sul, países como a Coreia do Sul, Singapura, Hong Kong, Malásia, Indonésia e Tailândia registavam na segunda metade da década de 1990 elevadas taxas de poupança, calculadas através da diferença entre o rendimento nacional bruto e a soma do consumo total com as transferências líquidas (Figura 3.2), num contexto macroeconómico marcado pela disciplina monetária e orçamental. As taxas de poupança, tanto em 1990 como em 1995 e 1996, apresentavam valores, que comparativamente à Alemanha (economia de referência europeia) e aos Estados Unidos da América (EUA), eram mais elevados. Em 1996, a taxa de poupança da Coreia do Sul atingia os 36.3% do PIB, na Malásia 37.0% do PIB, Singapura

49.5% do PIB e na Tailândia 36.3% do PIB. Por sua vez, a Alemanha registava uma poupança bruta de “apenas” 22.0% do PIB e os EUA cerca de 19.6% do PIB.

Figura 3.2 - Poupança bruta em % do PIB em 1990 e entre 1995-1997



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

Os bons fundamentais económicos conjugados com a existência de um regime de câmbios fixos, depois dos vários problemas que se verificaram na América Latina, levaram à designação deste fenómeno de “Milagre Asiático”, onde os influxos de capital, a melhoria da qualidade do capital humano, as poucas restrições ao comércio internacional e taxas de câmbio estáveis suportavam o crescimento económico daqueles países (Obstfeld e Taylor, 2017). Porém, a fraca produtividade e a débil regulação bancária e institucional potenciaram a sobrevalorização das suas moedas. Em conjunto com vários problemas de liquidez, justificados pela dívida emitida em moeda estrangeira (o designado “pecado original”), estas economias viram-se confrontadas com uma saída súbita de capitais do país. O resultado foi uma forte pressão para a depreciação da moeda nacional que levou a um aumento do valor da dívida externa, denominada em moeda externa (dólares norte-americanos essencialmente), dificultando a capacidade das autoridades honrarem os seus compromissos externos. Este efeito acabou por forçar algumas destas economias a passarem do regime de câmbios fixos para um regime de câmbios flexíveis, recuperando um instrumento de resposta a choques externos (Obstfeld e Taylor, 2017; Eichenbaum, *et al.*, 2018).

3.4. O processo de ajustamento externo: caracterização

Existe um consenso na literatura que um ajustamento externo pode envolver diferentes combinações de reequilíbrio entre os países credores e devedores. Contudo levanta-se um problema, já que economias com excedentes externos não tem incentivos a

realizar qualquer processo de ajustamento (Obstfeld e Taylor, 2017). Os esforços de um processo de ajustamento estão confinados aos países devedores (Algieri e Bracke, 2007).

De acordo com Williamson (2012), o aspeto mais importante de qualquer sistema monetário internacional são as regras para corrigir os desequilíbrios externos. Deve-se definir quais os instrumentos de política económica a ser usados e criar um conjunto de regras que minimizem a existência de desequilíbrios externos, tornando o processo o menos custoso possível para todos os intervenientes. Poderá também ser relevante fazer uma decomposição da componente estrutural e cíclica do desequilíbrio externo, com o objetivo de compreender melhor quais as causas e como corrigir os problemas (Evans, 2017).

Algieri e Bracke (2007) resumizam a tipologia e características dos processos de ajustamento que se podem fazer, e são as seguintes:

- ajustamento interno: através de quedas do consumo público e privado, que levam a quedas da procura doméstica, provocando uma redução no crescimento das importações, que, por sua vez, melhora o saldo da balança de bens e serviços e consequentemente da balança corrente; este será um processo de ajustamento mais lento (Benczur e Konya, 2016);
- ajustamento externo: através da depreciação/desvalorização da moeda nacional que potencia um crescimento maior das exportações, melhorando o saldo da balança de bens e serviços e da balança corrente; este será um processo de ajustamento mais rápido (Benczur e Konya, 2016);
- ajustamento “misto”: que combina características dos dois processos anteriores.

Outra segmentação possível é a de Gourinchas e Rey (2014), onde a análise recai sobre duas importantes variáveis: poupança e investimento. A globalização promoveu o aumento dos movimentos internacionais de capital motivando uma literatura crescente sobre a importância e qualidade do capital. Assim, os autores indicam que é necessária uma teoria consolidada e explícita sobre o comportamento dos agentes económicos em termos de consumo, poupança e investimento, permitindo uma correção mais rápida e eficaz de um desequilíbrio externo.

3.5. O papel da taxa de câmbio no processo de ajustamento externo

O regime cambial é um fator determinante para um processo de ajustamento. Cruz-Rodriguez (2013) faz um levantamento muito completo dos principais autores que

contribuíram para a análise da importância do regime cambial num processo de ajustamento externo. Contudo, de acordo com Gninnassoun e Mignon (2015), a maioria dos estudos empíricos sobre o ajustamento da balança corrente não têm em consideração os desalinhamentos da própria taxa de câmbio. Os autores analisam a relação entre a taxa de câmbio real observada e o seu valor de equilíbrio e a persistência de um desequilíbrio da balança corrente onde concluem que um desalinhamento da taxa de câmbio, em especial uma sobrevalorização, resultará numa deterioração sistemática da balança corrente.

Com uma precedente ampla literatura que afirmava que o câmbio flexível promovia um ajustamento da balança corrente mais rápido, em Chinn e Wei (2008) encontra-se uma conclusão distinta. Os autores não encontram suporte empírico em como os países com um regime cambial mais flexível convergem mais rapidamente para o equilíbrio de longo prazo da balança corrente. São vários os artigos que questionam as conclusões destes autores, com destaque para Herrmann (2009) e Ghosh, *et al.* (2013) que indicam que a classificação cambial usada por Chinn e Wei (2008) não captava adequadamente a flexibilidade do regime cambial de cada país. Tippkötter (2010) questiona se o modelo econométrico empregue em Chinn e Wei (2008) será o mais adequado para testar a hipótese avançada pelos autores.

É consensual que o tipo de ajustamento será diferente consoante o regime cambial que o país apresente. Sintetiza-se, em seguida, como decorre o processo de ajustamento externo³ no longo prazo⁴ nos regimes de câmbios flexível, intermédio, fixo e numa UEM.

— *Processo de ajustamento externo num regime de câmbio flexível*

Perante um cenário de pressão ou expectativas de apreciação/depreciação nominal da moeda nacional, uma vez que o Banco Central não intervém no mercado cambial, esta apreciação/depreciação irá tornar-se efetiva. Num contexto de rigidez de preços de bens e serviços, materializar-se-á numa apreciação/depreciação real. Isto implica uma perda/ganho de competitividade e do poder de compra dos agentes económicos nacionais. Consequentemente, o volume e valor das exportações irá recuar/subir concretizando-se numa deterioração/melhoria do saldo da balança corrente por força da alteração na balança de bens e serviços. Este é o designado efeito de quantidade. Por outro lado, o volume das importações subirá/descerá e em valor desce/sobe, o que se traduz num efeito incógnito

³ Na análise pressupõe-se a condição de perfeita mobilidade dos capitais, e como base, uma pequena economia aberta, ou seja, incapaz de influenciar a taxa de juro internacional.

⁴ No curto prazo, o equilíbrio externo é garantido pelo equilíbrio da balança financeira.

sobre a balança corrente. Trata-se do efeito preço. Todavia, se a condição de Marshall-Lerner for cumprida, ou seja, se a soma das elasticidades preço da procura de importações e exportações, em módulo, for superior a um, o efeito quantidade domina e existe mesmo uma variação negativa/positiva no saldo da balança corrente, perante uma apreciação/depreciação da moeda. A queda/subida nas exportações vai originar um abrandamento/aceleração da procura agregada total que levará a uma redução/aumento do produto (Martin, 2016; Gourinchas e Rabanal, 2017).

Empiricamente, Josifidis, *et al.* (2013) concluem que, em câmbios flexíveis, a taxa de câmbio real ajusta-se através de variações na taxa de câmbio nominal, suavizando o impacto e limitando o aumento do desemprego no caso de o choque ser negativo e a inflação no caso do choque ser positivo. Concluem que, em câmbios flexíveis, existe um potencial maior para absorver os choques com origem no exterior.

– *Processo de ajustamento externo num regime de câmbio híbrido*

Por simplificação, segmentando os regimes cambiais híbridos em regimes com bandas de flutuação fixas e sem bandas de flutuação é possível indicar que, num regime com bandas de flutuação fixas, o processo de ajustamento externo é semelhante ao descrito para os câmbios flexíveis, dentro da banda de flutuação. Todavia, quando este limite é forçado e ocorre um realinhamento da paridade fixada, o ajustamento externo da economia será idêntico ao que se verifica em câmbios fixos. Num regime cambial híbrido sem bandas de flutuação, onde a paridade está fixa e se altera em resposta a um indicador económico, o processo de ajustamento será idêntico ao que ocorre em câmbios fixos, em seguida explicado.

– *Processo de ajustamento externo num regime de câmbio fixo*

Perante uma expectativa ou pressão de valorização/desvalorização nominal da moeda nacional, o Banco Central terá de intervir a fim de defender a paridade. O Banco Central irá comprar/vender moeda estrangeira e vender/comprar moeda nacional a fim de aumentar/diminuir a oferta de moeda nacional, ou então alterar as taxas de juro de referência. Contudo, uma situação estrutural de permanente e persistente excesso de venda de divisas/compra de moeda nacional é insustentável no longo prazo, já que existe uma quantidade finita de reservas internacionais. Quando confrontado com este limite, o Banco Central poderá ser forçado a alterar a paridade (Gourinchas e Rabanal, 2017). Enquanto esta situação não se verifica, no curto e médio prazo o país vai realizando uma desvalorização interna,

através essencialmente da queda do consumo e consequentemente do produto (Josifidis, *et al.*, 2013). Quando o Banco Central optar por desvalorizar a sua moeda nacional, irá registar uma melhoria no saldo da balança comercial, assumindo que se verifica a condição de Marshall-Lerner. Este efeito leva a um aumento da procura agregada, suportado por aumento das exportações líquidas que estimula um aumento do produto da economia, *ceteris paribus* (Milučká e Horská, 2016).

– *Processo de ajustamento externo numa União Económica e Monetária*

O processo de ajustamento de uma UEM será idêntico ao anteriormente apresentado para o regime de câmbios fixos. Contudo, existe um fator adicional a considerar neste processo: a ausência de uma política monetária autónoma, que retira flexibilidade de ação ao Banco Central nacional, mas também, no limite, ao próprio governo (De Grauwe, 2016). Numa UEM, cada país individualmente não tem controlo na quantidade de moeda nacional emitida⁵, trata-se de uma responsabilidade atribuída ao Banco Central comum a todos os Estados-membros. A ausência de controlo da quantidade de moeda emitida dá ao Banco Central um papel de especial importância. Os governos não conseguem dar garantias aos detentores da dívida pública nacional que, à data da maturidade, conseguirão honrar o seu compromisso, já que não dispõem de um Banco Central para emitir nova moeda. Pode surgir aqui um problema de *free-rider* já que existe um incentivo para os Estados-membros endividarem-se, dada a taxa de juro de referência comum para todas as economias.⁶

Quando a dívida externa atinge um nível muito elevado e surge uma desconfiança por parte dos credores sobre o cumprimento dos compromissos definidos, um dos primeiros sinais que se regista nos mercados financeiros é a venda dos títulos de dívida pública, que numa situação limite pode levar a economia a entrar em incumprimento. Num país de câmbios flexíveis, a venda de dívida poderá implicar a subsequente venda de moeda nacional, que conduzirá à depreciação da moeda nacional. Contudo, dentro de uma UEM a moeda não irá depreciar, por força de vendas de títulos de um único país. O que se verifica é uma transferência de liquidez: venda de títulos no país em dificuldades e compra de títulos de outro Estado-membro. Assim, o investidor evita a ida ao mercado cambial e os custos daí

⁵ Note-se que mesmo fora de uma UEM, o governo de cada país pode não ter controlo na quantidade de moeda emitida, se o Banco Central for independente.

⁶ O Banco Central fixa apenas as taxas de juro de referência de curto prazo, sendo que as de longo prazo divergem e são as associadas a diversas variáveis, entre as quais a dívida pública, influenciando a procura agregada da economia.

associados, por oposição ao que se verifica num regime de câmbios flexíveis. A venda da dívida leva a uma subida das taxas de juro de referência, e, por sua vez, ao aumento da dívida e que, no limite, pode forçar o governo a reduzir a despesa e aumentar impostos, para compensar a falta de financiamento.

Numa UEM, os mercados financeiros adquirem uma influência mais forte e confinam os países ao estatuto de “economias emergentes”, na medida em que a simples perda de confiança pode despoletar a venda generalizada de títulos e consequente paragem súbita na entrada de capital (*sudden-stop*) (Razo-Garcia e Eichengreen, 2006). Numa UEM, os países ficam mais vulneráveis à confiança, ou não, dos mercados financeiros e sujeitos à designada “*self-fulfilling prophecy*”: quando os investidores desconfiam que o governo não vai honrar os seus compromissos, iniciam o mecanismo anteriormente descrito que leva ao não cumprimento efetivo, ou seja, o “*medo dos problemas acaba por tornar os problemas mais prováveis de ocorrer*” (De Grauwe, 2016, p. 13). Esta possibilidade torna uma UEM mais vulnerável, que um país num regime de câmbios fixos, já que o mecanismo de desvalorização não existe. Assim, se os *animal spirits* dentro de uma UEM estiverem coordenados, num cenário otimista, os mercados financeiros desempenham um papel estabilizador, contudo, é quando os ciclos estão dessincronizados ou se verificam choques assimétrico dentro da UEM que a situação se complica (De Grauwe, 2016). Choques assimétricos exigem flexibilidade salarial e mobilidade do fator trabalho. Estes são dois mecanismos de ajustamento essenciais para um país restaurar o equilíbrio. Numa UEM, se os salários são rígidos e a mobilidade do fator trabalho é limitada, países dentro de uma UEM terão mais dificuldades em ajustar-se do que países com moeda própria e com instrumentos de política monetários autónomos. Se os choques forem assimétricos dentro de uma UEM o problema é ainda mais grave já que há também uma impossibilidade de recorrer à política monetária como instrumento de resposta (Hohberger, *et al.*, 2014; De Grauwe, 2016).

4. O processo de ajustamento externo na Área Euro (2010-2015)

4.1. O contexto

Com o objetivo de incrementar o papel da Europa no sistema monetário internacional protegendo-a contra os interesses económicos, em especial dos EUA, em 1992 alguns países europeus assinam o Tratado de Maastricht que estipulava o processo de convergência europeia em três fases e pretendia criar um verdadeiro mercado único europeu, ou seja uma UEM, com livre circulação de mercadorias, serviços, pessoas, capitais e uma moeda e política monetária única. A primeira fase, que se iniciou a 1 de julho de 1990, tinha como objetivo aumentar a convergência e cooperação entre os diferentes membros. A 1 janeiro de 1994 iniciava-se a segunda fase, onde foram já implementadas algumas regras, entre as quais a criação do Pacto de Estabilidade e Crescimento, adotado em 1997, que tinha como objetivo promover a adoção de políticas orçamentais sustentáveis no médio e longo prazo pelos países. Foram também criadas algumas entidades com poder regulatório, entre as quais o Banco Central Europeu (BCE). Por fim, a 1 de janeiro de 1999, inicia-se a terceira fase que culmina com a introdução da circulação da moeda única (Banco Central Europeu, 2018). O Euro foi adotado por 11 Estados-membros da União Europeia (UE), no dia 1 de janeiro de 1999. No Quadro 4.1 apresentam-se as taxas de conversão irreversíveis da moeda de cada um destes países face ao Euro.

Quadro 4.1 - Taxa de conversão da moeda dos Estados-membros para o Euro

País	Moeda	Unidades de Moeda Nacional por 1 euro
Alemanha	Marco alemão	1.95583
Áustria	Xelim austríaco	13.7603
Bélgica	Franco belga	40.3399
Espanha	Peseta	166.386
Finlândia	Marco finlandês	5.94573
França	Franco francês	6.55957
Holanda	Florim holandês	2.20371
Irlanda	Libra irlandesa	0.787564
Itália	Lira italiana	1936.27
Luxemburgo	Franco luxemburguês	40.3399
Portugal	Escudo	200.482

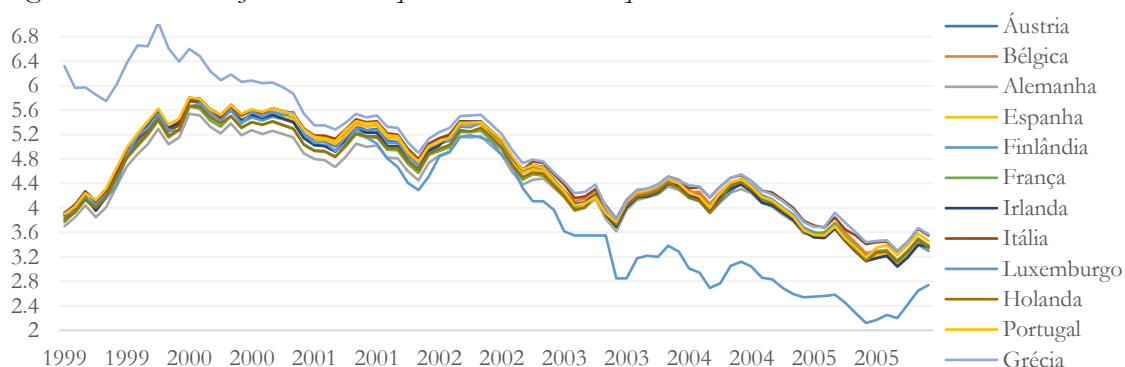
Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCE

O Tratado de Maastricht define as regras de acesso de potenciais candidatos à AE. Os países candidatos tem de cumprir, no ano anterior à admissão, cinco critérios: estabilidade de preços; estabilidade cambial; estabilidade da taxa de juro de referência; défice orçamental

não superior a 3% do PIB; e a dívida pública ser menor ou estar em trajetória de aproximação dos 60% do PIB.

Aparentemente, após a assinatura do Tratado de Maastricht, as economias europeias pareciam estar num processo de convergência económica. Isto refletia-se nas taxas de juro da dívida soberana a 10 anos que apresentava uma trajetória descendente (Figura 4.1), com destaque para Grécia, Irlanda, Itália, Espanha e Portugal (GIIPS).

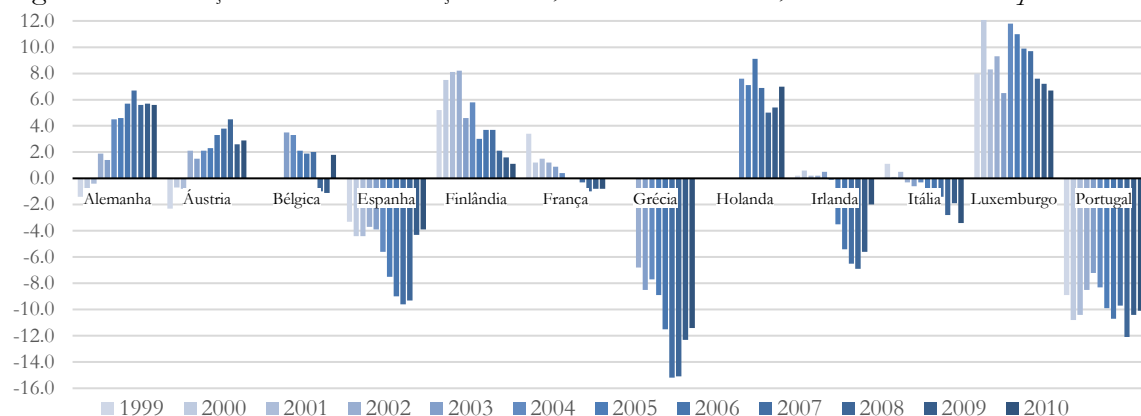
Figura 4.1 - Taxa de juro da dívida pública a 10 anos de países da AE entre 1999-2005



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCE

As regras definidas no âmbito do processo de formação da AE incidiam essencialmente no plano orçamental e monetário. Estas regras, contudo, foram insuficientes para evitar os elevados desequilíbrios externos que alguns Estados-membros registaram a partir de 2000. De acordo com Lane (2012), na base da crise de dívida soberana entre 2010 e 2015 na AE, estão os sucessivos saldos, no mesmo sentido, das balanças correntes que alguns países da AE registaram, acumulando persistentemente défices ou excedentes, com destaque para os saldos negativos registados pelos GIIPS, desde 2000 (Figura 4.2).

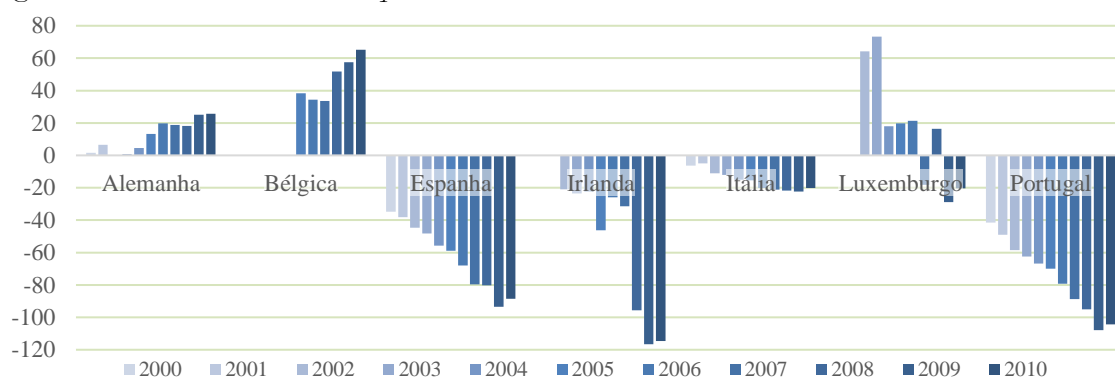
Figura 4.2 - Evolução do saldo da balança corrente, mil milhões de euros, entre 1999-2010 de países da AE



Fonte: Elaboração própria com bases em dados do Eurostat

Uma vez que o saldo da balança de capital tende a ser estável ao longo do tempo, a evolução apresentada sobre os saldos das balanças correntes motiva a análise da dinâmica da PLII dos países com sucessivos défices e excedentes. Alemanha, Bélgica e Luxemburgo registaram uma evolução positiva da PLII em % do PIB, visível na Figura 4.3. Em sentido contrário, os GIIPS registaram uma deterioração muito significativa da PLII. Em 2002, a PLII de Espanha, Irlanda e Portugal representava cerca de -44.7%, -21.0% e -49.0% do PIB nacional, respetivamente. Em 2010, a PLII de Espanha, Irlanda e Portugal ascendia aos -88.6%, -114.6% e -104.3% do PIB nacional, respetivamente.

Figura 4.3 - PLII em % do PIB de países da AE entre 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

Relativamente à dívida externa, o destaque vai para Espanha, Grécia e Portugal que apresentavam, em 2010, uma dívida externa de cerca de 93.2%, 100.8% e 81.2% do PIB, respetivamente, sinalizando a forte dependência pelo financiamento externo (Quadro 4.2).

Quadro 4.2 - Dívida externa em % do PIB em 2010 de países da AE

Alemanha	3.4
Áustria	28.0
Bélgica	-121.2
Espanha	93.2
Finlândia	24.8
Grécia	100.8
Holanda	71.9
Irlanda	-277.6
Itália	47.7
Portugal	81.2

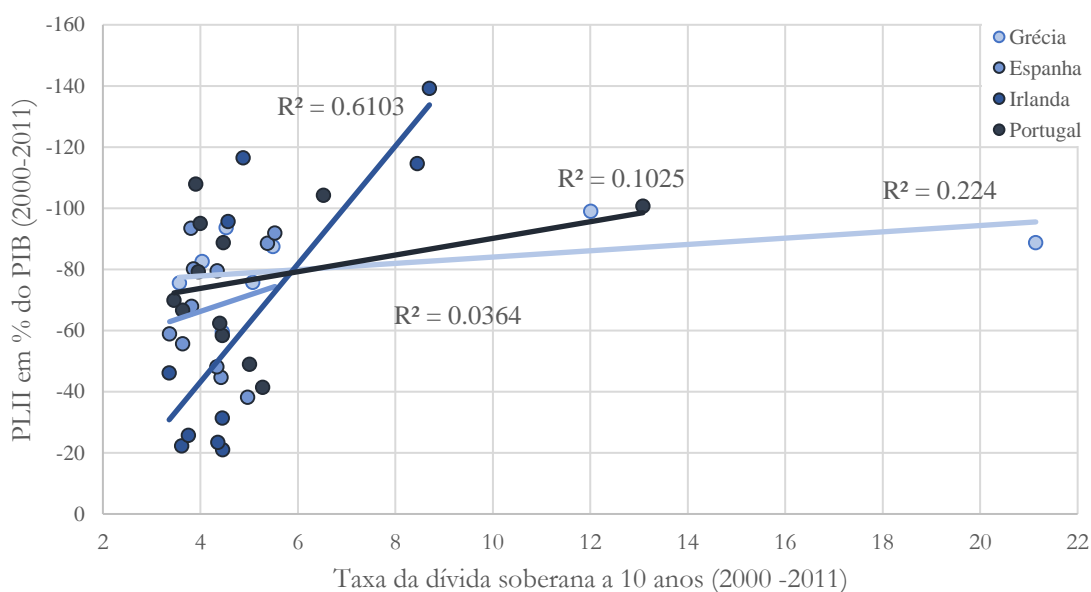
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

Em 2007 a crise nos mercados financeiros dos EUA levou à queda de um dos maiores bancos mundiais, fazendo os investidores internacionais questionarem-se sobre a

solidez das instituições financeiras. A crise de confiança nos mercados forçou a intervenção da Reserva Federal Norte-Americana (FED), com a aplicação de uma política monetária não convencional ultra expansionista: o programa de *Quantitative Easing*. Este era um programa de compra de ativos por parte da FED que visava baixar as taxas de juro norte-americanas. A globalização e a integração dos mercados financeiros levaram a que a crise de confiança rapidamente se alastrasse para o continente europeu. As dúvidas dos investidores elevaram as taxas de juro das dívidas soberanas, em especial, nas economias que apresentavam maiores níveis de dívida externa, ou seja, que estavam mais dependentes de financiamento externo.

Analisando a relação entre os dados das taxas de juro da dívida soberana a 10 anos dos GIIPS e a sua respetiva PLII, através da Figura 4.4, é possível concluir que, à exceção de Itália, os restantes países registam uma relação positiva entre a taxa de juro da dívida soberana e a deterioração da PLII no período entre 2000 e 2011, ou seja, à medida que se verifica uma deterioração da PLII, a taxa de juro da dívida soberana aumenta. Destaque para Irlanda, Grécia e Portugal, onde o R^2 (medida estatística) atinge os 0.62, 0.224 e 0.103, respetivamente, isto é, o aumento da respetiva taxa de juro a 10 anos da dívida soberana é explicada em 61.0%, 22.4% e 10.3% pela variação da PLII da Irlanda Grécia e Portugal, respetivamente. Dos GIIPS, apenas Itália apresenta ausência de relação entre estas variáveis. Uma justificação para esta situação é que grande parte da dívida pública italiana é detida por residentes, ou seja, o governo italiano está menos dependente do financiamento externo.

Figura 4.4 - Relação entre PLII e taxa de juro a 10 anos da dívida soberana (2000-2011)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCE e Eurostat

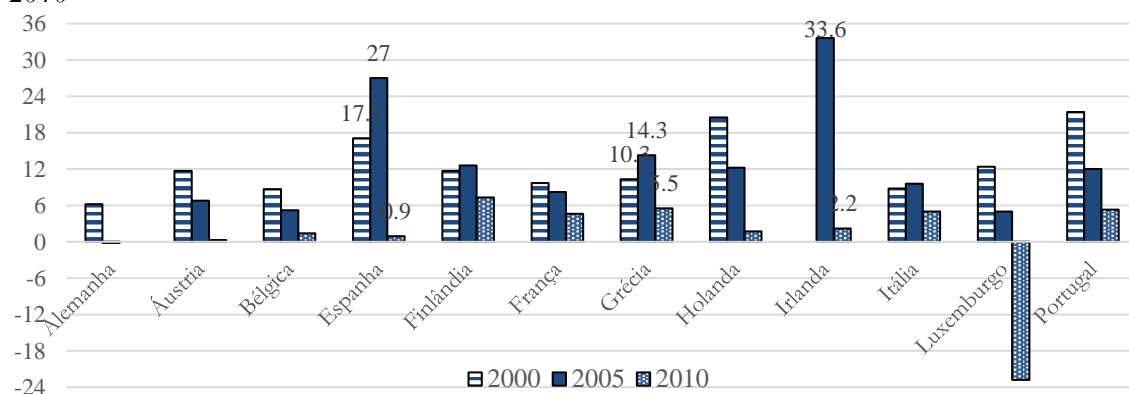
4.2. Da teoria à prática: as origens dos desequilíbrios externos na Área Euro

A literatura apresenta inúmeras causas possíveis para o aumento dos desequilíbrios externos nos membros da AE. Sintetizam-se nesta secção as principais:

– *(Ausência de) integração económica e financeira*

O período que se seguiu à criação da AE e que precedeu a crise de dívida soberana ficou marcado por um ambiente de grande otimismo e por um aumento da dimensão das participações financeiras transfronteiriças (Lane e Milesi-Ferretti, 2015; Joyce, 2018). A redução de custos de transação, perspectivas de crescimento fortes, diminuição das restrições do acesso ao crédito para empresas e famílias e ausência de medidas que garantissem alguma disciplina financeira, acabou por contribuir para o endividamento excessivo que se verificou. Através da Figura 4.5, onde se apresenta os fluxos líquidos de crédito para o setor privado (consolidado)⁷ em % do PIB dos países fundadores do Euro, bem como da Grécia, é possível concluir que países como a Espanha, Grécia e Irlanda, registaram um aumento no fluxo líquido de crédito concedido ao setor privado. Em 2005, o valor desta variável em Espanha era cerca de 27.0% do PIB, na Grécia 14.3% e na Irlanda 33.6%.

Figura 4.5 - Fluxo líquido de crédito para o setor privado (consolidado) em % do PIB, em 2000, 2005 e 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

O aumento de endividamento era visto como uma consequência da integração dos países, e seria porventura materializado em investimento, refletindo-se, mais tarde, numa convergência ao nível do produto *per capita* (Belke e Dreger, 2013; Angelini, *et al.*, 2016).

⁷ Os instrumentos de crédito considerados são títulos da dívida e empréstimos. Os dados são apresentados em termos consolidados, ou seja, os dados não levam em conta transações dentro do mesmo setor e estão expressos em % do PIB.

A adoção da moeda única levou a uma “falsa” sensação de integração financeira, com os agentes económicos induzidos a pensar que os riscos associados ao investimento transfronteiriço haviam desaparecido. Isto contribuiu para a tomada de riscos maiores por parte dos credores, conduzindo a grandes movimentos de capital para os países da periferia (Krugman, 2013; Belke e Gros, 2017). Estes movimentos pressupunham que os investidores viam, à época, um elevado grau de substituição entre os instrumentos financeiros emitidos pelos diferentes países da AE, contribuindo para as baixas taxas de juro que os GIIPS registavam pela primeira vez em muitos anos (Chen, *et al.*, 2012; Gourinchas e Rey, 2014; Eichenbaum, *et al.*, 2018).

As agências de *rating*, que avaliam a qualidade e o risco de crédito da dívida soberana, contribuíram para o agravar da “falsa” perceção que os riscos de deter dívida de Estados-membros estruturalmente diferentes era igual. Em 2008, a *Standard & Poor's* (uma das quatro principais agências mundiais de *rating*, tal como a Moody's, Fitch e DBRS) atribuía simultaneamente à dívida emitida por Alemanha, Irlanda e Espanha um *rating* de AAA, grau máximo de investimento, isto é, a melhor classificação possível da escala⁸ (Quadro 4.3).

Quadro 4.3 - Rating da dívida soberana pela Standard & Poor's em 2008 e 2012

País	2008	2012
Alemanha	AAA	AAA
Espanha	AAA	A
Grécia	A	SD
Irlanda	AAA	BBB+
Itália	A+	BBB+
Portugal	AA-	BB

Fonte: Elaboração própria com base em dados da Standard & Poor's

– Enquadramento institucional e legal

O enquadramento institucional e legal bem como os sistemas regulatórios e normativos variavam muito de país para país na AE. A própria forma de financiamento das empresas é, tipicamente, distinta. Enquanto que empresas de origem anglo-saxónica tem tradição de se financiar no mercado obrigacionista e acionista, ajudando os mercados a

⁸ Note-se que tanto Irlanda como Espanha viriam mais tarde a recorrer a ajuda externa. O papel das agências de *rating* foi fortemente criticado e posto em causa, uma vez que, numa avaliação *ex-ante*, estas instituições não foram capazes de antecipar riscos e problemas que alguns Estados-membros apresentavam. Acresce que, além de não terem conseguido antecipar estes desequilíbrios, é-lhes apontada a responsabilidade de terem atribuído classificações demasiado otimistas, alimentando os problemas da crise de dívida soberana.

tornarem-se mais eficientes e líquidos, empresas com origem no sul da europa recorrem preferencialmente a bancos e intermediários financeiros (De Grauwe, 2016).

A ausência de regras uniformizadas e homogêneas entre os membros intensificou o problema de risco moral e dos *free-riders* (Lane, 2012; Semmler e Tahri, 2017). Alessandrini, *et al.* (2014) consideram que uma das lacunas na AE é a ausência de mecanismos centralizados e harmonizados a nível internacional que permitam uma resposta adequada a choques.

De acordo com Lane (2012), a crise de dívida soberana da AE está também profundamente ligada à crise bancária e vice-versa. A regulação do sistema bancário, que começou como uma responsabilidade nacional, não foi acompanhada por reformas institucionais que harmonizassem as políticas do setor bancário a nível internacional (Chen, *et al.*, 2012). Em Hohberger, *et al.* (2014) concluiu-se que os défices externos de países de uma UEM estão relacionados com a instabilidade no setor bancário e financeiro do país.

– *Poupança e investimento*

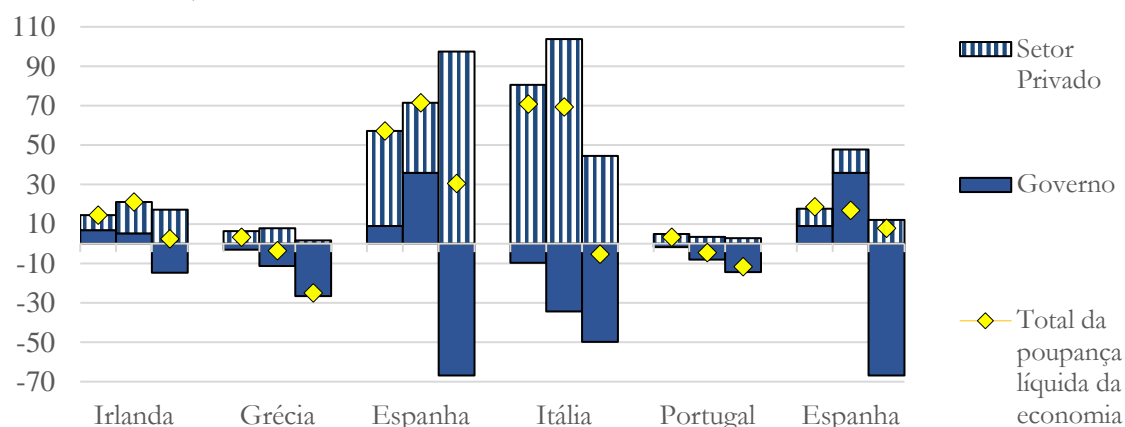
Os desequilíbrios das balanças correntes podem emergir de diferenças no comportamento da poupança, da taxa de retorno do capital, do nível de risco ou ainda do grau de liquidez dos ativos (Semmler e Tahri, 2017).

Transações financeiras e reais deixaram de necessitar de liquidação de divisas, reduzindo os custos associados à transacionabilidade das operações. Associados a um aumento forte da procura interna dos vários Estados-membros, alimentada pelo acesso fácil ao crédito, o endividamento aparentemente fácil fomentou a alavancagem do setor privado, com um aumento elevado dos preços dos ativos, em especial, no setor imobiliário de alguns países (Eichenbaum, *et al.*, 2018). Registou-se um forte aumento do crédito ao consumo e do investimento em setores de bens não transacionáveis internacionalmente, contribuindo para a queda de competitividade externa de alguns Estados-membros (Lane, 2012; Semmler e Tahri, 2017).

Num contexto de baixa inflação e de uma política monetária comum, o capital tende a fluir dos países com menos taxas de retorno para os países com maiores taxas de retorno, ou seja, dos países com poupanças positivas para os países com poupanças negativas (Belke e Dreger, 2013; Gourinchas e Rey, 2014). Isto concretizou-se num aumento do investimento e redução da poupança nos GIIPS, o que o implicou um acentuar dos seus défices externos (Belke e Dreger, 2013).

Numa análise dos dados sobre a evolução da poupança nos GIIPS é possível concluir que, em termos líquidos, a poupança total da economia, tanto na Grécia como em Portugal, atingiu valores negativos, cerca de EUR -25 mil milhões na Grécia em 2010 e aproximadamente EUR -12 mil milhões em Portugal em 2010 (Figura 4.6), sendo, em regra, o maior contributo negativo o da poupança do governo.

Figura 4.6 - Poupança líquida do governo, do setor privado e do total da economia em mil milhões de euros nos anos de 2000, 2005 e 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados da AMECO

– Composição das carteiras internacionais e efeitos de valorização

As diferentes classes de ativos, em especial ações e obrigações, não variam da mesma forma, em diferentes fases do ciclo económico e em resposta a choques externos. Joyce (2018) aponta a configuração dos ativos e passivos externos como variáveis importantes para apurar a vulnerabilidade de um país a um choque externo, concluindo que a composição dos ativos do saldo externo de um país tem impacto significativo sobre a formação de um desequilíbrio externo e sobre o seu processo de ajustamento.

– Dimensão da AE

A evolução do saldo da balança corrente agregada da AE permite concluir que este esteve sempre perto do equilíbrio (Quadro 4.4). Desde 1999, que este saldo agregado foi alternando entre défice e excedente, sem registar nenhum desequilíbrio persistente no mesmo sentido. Contudo, a dispersão dos saldos entre os membros foi-se acentuando ao longo do tempo. Argumentava-se à época que a dimensão da AE seria um fator de “proteção”, mitigando alguns dos riscos e preocupações.

Quadro 4.4 - Saldo da balança corrente em % do PIB da AE entre 2000-2010

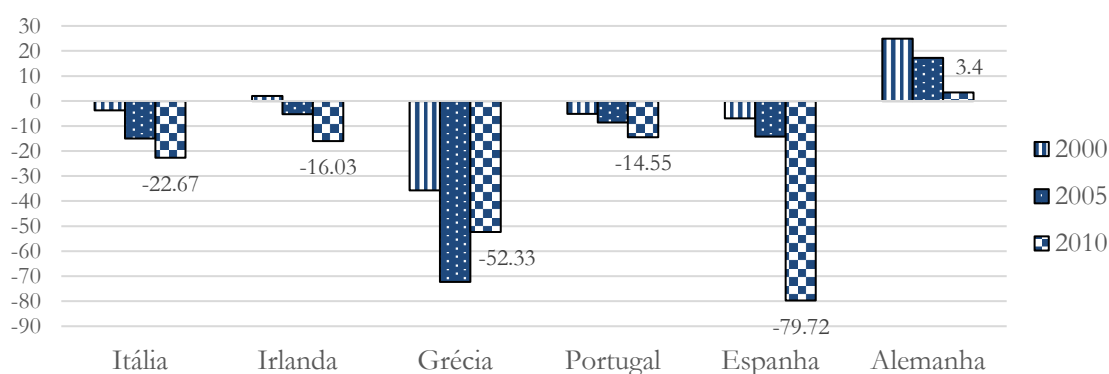
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
-1.45	-0.36	0.60	0.24	0.71	0.11	-0.16	0.04	-1.47	-0.13	-0.06

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

– Políticas orçamentais e endividamento

O saldo primário estrutural corresponde ao saldo orçamental que se verificaria no caso de uma economia estar no seu equilíbrio de longo prazo e na ausência de medidas temporárias, não recorrentes e fatores especiais. Os saldos orçamentais estruturais dos GIIPS e da Alemanha, em 2000, 2005 e 2010, ilustrados na Figura 4.7, indicam que estes países registaram uma variação negativa, em termos absolutos, entre 2000 e 2010, sinalizando a aplicação de uma política orçamental expansionista discricionária. Uma política orçamental expansionista, através do aumento dos gastos públicos e/ou diminuição dos impostos, estimula o aumento do investimento. Tendo em conta que o saldo da balança corrente corresponde à diferença entre poupança e investimento ($CA = S - I_0$), *ceteris paribus*, a política orçamental expansionista deteriorará o saldo da balança corrente. Assumindo um saldo da balança de capital estável, isto implica uma deterioração da PLII. A aplicação de políticas orçamentais expansionistas nos GIIPS terá assim contribuído para o agravar das posições externas, essencialmente dos países da periferia que apresentam, comparativamente aos restantes, baixas taxas de poupança (Algieri, 2013; Litsiosa e Pilbeam, 2017).

Figura 4.7 - Saldo orçamental estrutural (em mil milhões de euros) nos GIIPS e na Alemanha, em 2000, 2005 e 2010

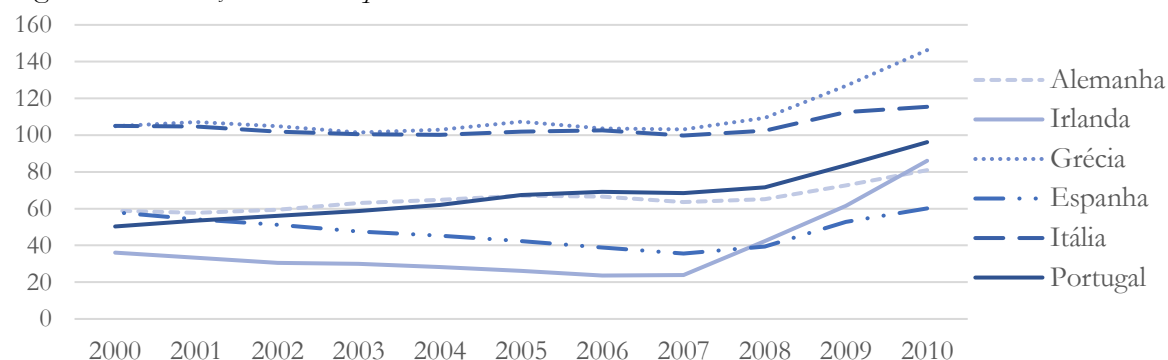


Fonte: Elaboração própria com base em dados da AMECO

Numa UEM, uma vez que a política orçamental ganha um papel ainda mais relevante na sua função anti cíclica, Lane (2012) defende que não foram tomadas medidas suficientes para evitar o forte crescimento da dívida pública que alguns Estados-membros registaram. É

a partir de 2007 que os níveis da dívida pública iniciam uma trajetória ascendente e ultrapassam a barreira dos 100% na Irlanda, Grécia, Itália e Portugal, conforme a Figura 4.8. Estes valores levantavam várias questões sobre a sustentabilidade da dívida. A falta de confiança dos mercados motivou um apertar das condições de crédito, que conduziu a um *sudden-stop*, com custos económicos muito elevados, em especial para os GIIPS (Lane, 2012).

Figura 4.8 - Evolução da dívida pública consolidada dos GIIPS e Alemanha entre 2000-2010

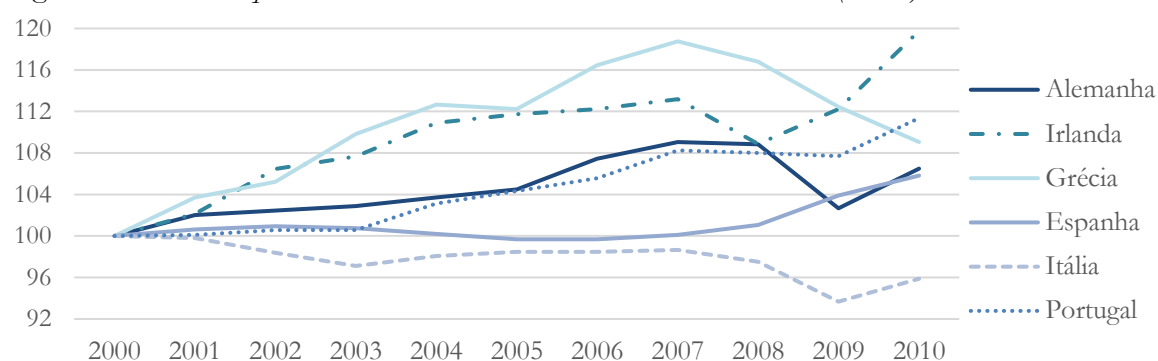


Fonte: Elaboração própria com base em dados da AMECO

– Diferenças estruturais: mercado laboral

Os países membros da AE apresentam entre si diferenças de produtividade e de níveis de rigidez dos respetivos mercados de trabalho (Chen, *et al.*, 2012; Belke e Dreger, 2013; Angelini, *et al.*, 2016). Com um diferencial de inflação pronunciado, a evolução da produtividade de alguns Estados-membros levantava alguns problemas, já que aumentos de salários pressupõem um aumento da produtividade, situação que não se verificou nos GIIPS (Belke & Dreger, 2013). O índice de produtividade, ilustrado na Figura 4.9, indica que Espanha, Itália e Portugal apresentavam taxas de crescimento da produtividade real inferiores às registadas na Alemanha, ao contrário do que se verificou com a Irlanda e Grécia.

Figura 4.9 - Índice da produtividade real dos GIIPS e Alemanha entre 2000(=100) -2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

Desde 2000, os GIIPS registaram um aumento relativo do custo do fator trabalho, face aos seus credores, contribuindo para a perda de competitividade e deterioração do saldo da balança corrente e consequente aumento da dívida externa (Chen, *et al.*, 2012; Belke e Dreger, 2013; Alessandrini, *et al.*, 2014; Semmler e Tahri, 2017). Irlanda, Espanha, Grécia e Portugal registaram entre 2000 e 2010 uma taxa de crescimento acumulado do custo nominal do fator trabalho por indivíduo superior à registada em média pelo conjunto dos países da AE, conforme Quadro 4.5.

Quadro 4.5 - Taxa de crescimento acumulada entre 2000-2010 do custo nominal do fator trabalho por indivíduo

AE	Alemanha	Irlanda	Grécia	Espanha	Itália	Portugal
5.7	6.5	19.8	9.1	5.8	-4.1	11.4

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

As divergências acentuaram-se com as medidas implementadas após a introdução da moeda única. Na Alemanha, realizaram-se várias reformas estruturais no mercado de trabalho no início do milénio, com o reforço das uniões sindicais altamente centralizadas. Este tipo de estrutura sindical, bem como a situação oposta, onde só existem, organizações sindicais ao nível da empresa, são as soluções que permitem uma negociação salarial mais moderada, onde, regra geral, os aumentos salariais não serão superiores à taxa de inflação. Numa situação intermédia, surge o problema dos *free-rider* e existe uma probabilidade maior dos aumentos salariais serem superiores à taxa de inflação (Hancké e Soskice, 2003).

— *A moeda única*

Na literatura, é várias vezes apontado como um problema a existência de uma moeda única para um conjunto tão heterogéneo de países. Questiona-se se os valores das taxas de câmbio definidos inicialmente para a moeda nacional face ao Euro serão corretos (ver valores do Quadro 4.1). Esta é uma paridade que não terá tido em conta todos os fatores económicos associados às respetivas economias (Gnimassoun e Mignon, 2015).

Os GIIPS, que apresentavam historicamente taxas de inflação altas, tinham incentivo a entrar na AE, já que a moeda é emitida por um Banco Central externo, existindo maior controlo sobre a mesma. No entanto, mesmo com a adesão à AE a tendência de taxas de inflação mais elevadas manteve-se, conforme o Quadro 4.6.

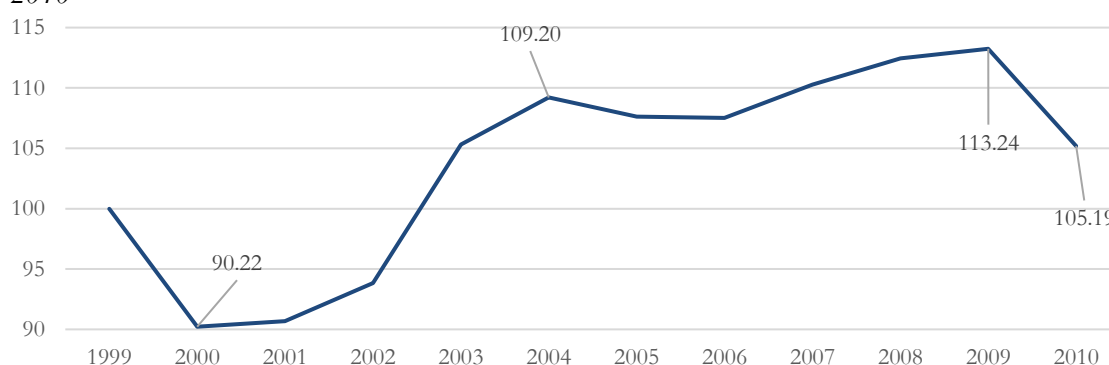
Quadro 4.6 - Média da taxa de inflação entre 2000-2010

Área Euro (19)	2.04
Alemanha	1.60
Espanha	2.89
Grécia	3.35
Irlanda	2.54
Itália	2.26
Portugal	2.48

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

Estas taxas de inflação foram acompanhadas de uma apreciação da taxa de câmbio efetiva real do Euro, conforme a Figura 4.10, contribuindo para a perda de competitividade do GIIPS. Chen, *et al.* (2012) consideram que, aquando da adoção do Euro, Portugal e Grécia já apresentavam uma sobrevalorização da respetiva taxa de câmbio real, indicador que avalia competitividade internacional da economia face aos principais parceiros comerciais.

Figura 4.10 - Índice da Taxa de Câmbio Efetiva Real do Euro, com o grupo dos 19, entre 1999 (=100) -2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

— Fatores externos à AE

Na literatura são também enunciados alguns fatores externos à própria AE que contribuíram para o aumento dos desequilíbrios externos, com destaque para o aumento da participação no comércio internacional da China. Com o aumento da integração internacional, a China foi um dos países emergentes que mais beneficiou, registando elevadas taxas de crescimento do PIB no início do novo milénio. Este foi um crescimento fortemente alimentado pelas exportações. O peso das importações chinesas passou de 13.6% do PIB da UE em 2005 para 18.5% em 2010, tal como é ilustrado no Quadro 4.7. A China através da mão de obra mais barata, da especialização no setor da maquinaria e equipamentos (setor onde países como a Alemanha e EUA são importadores líquidos) e de preços mais atrativos,

conseguiu penalizar fortemente as exportações dos países da periferia europeia (Chen, *et al.*, 2012).

Quadro 4.7 - Relações Comerciais entre China e UE

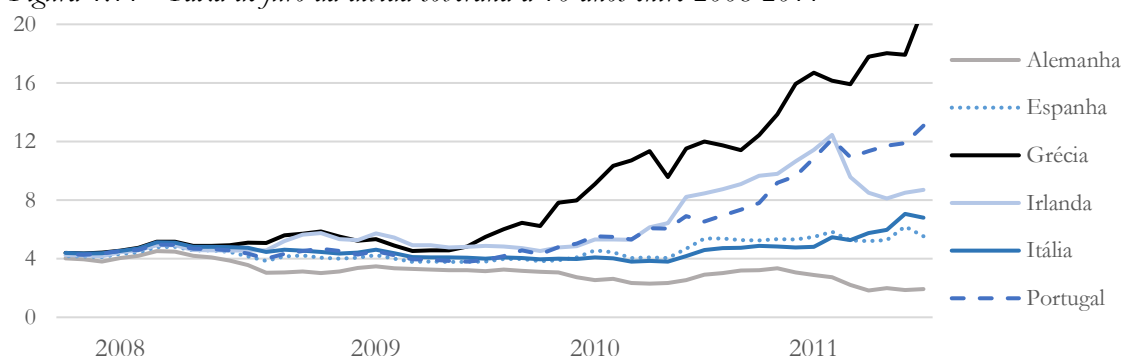
Peso das importações chinesas em valor na UE		Peso das exportações chinesas em valor na UE	
2005	2010	2005	2010
13.60%	18.54%	2.97%	6.92%

Fonte: Elaboração própria com base em dados do *International Trade Statistics*

4.3. O processo de ajustamento da Área Euro entre 2010 e 2015

Os GIIPS apresentavam em 2010 uma forte dependência do financiamento bancário, com a banca a deter à época uma elevada percentagem das dívidas soberanas. Com um setor financeiro internacional muito frágil, a crise de confiança conduziu a um agravamento dos *spreads* da dívida soberana dos países da periferia, conforme a Figura 4.11 (Alessandrini, *et al.*, 2014; Belke e Gros, 2017).

Figura 4.11 - Taxa de juro da dívida soberana a 10 anos entre 2008-2011



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCE

O BCE foi um dos primeiros a reagir a este aumento das taxas de juro da dívida soberana dos Estados-membros da AE (Couharde, *et al.*, 2016). Inicialmente, começou por providenciar mais liquidez ao setor bancário, através das suas operações de mercado aberto, que permite ao BCE gerir a liquidez no mercado e sinalizar a orientação da política monetária. Contudo, os bancos continuavam confrontados com elevadas taxas de juro no mercado secundário obrigacionista. As condições financeiras, que se deterioraram rápida e profundamente, exigiram estímulos monetários adicionais por parte do BCE. Assumindo a sua condição de *lender of last resort*, em outubro de 2011 o BCE dá início a uma série de políticas monetárias não convencionais, com a decisão de implementação de um Programa

de Compras de Ativos, à semelhança do que se tinha verificado nos EUA. Este programa pode ser dividido em quatro sub-programas, sintetizados no Quadro 4.8, à data de 31 de julho de 2018.

Quadro 4.8 - Detalhes do Programa de Compra de Ativos do BCE

	Data de início	Data prevista de fim	Montante em balanço (mil milhões de euros)
Aquisição de instrumentos de dívida titularizada	Novembro de 2014	Dezembro 2018	27,746
Aquisição de obrigações cobertas	Outubro de 2014	Dezembro 2018	255,946
Aquisição de obrigações emitidas por administrações centrais da AE	Março de 2015	Dezembro 2018	165,033
Aquisição de obrigações emitidas por empresas não financeiras da AE	Junho de 2016	Dezembro 2018	2,036,627
Programa de aquisição de ativos			2,485,352

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCE

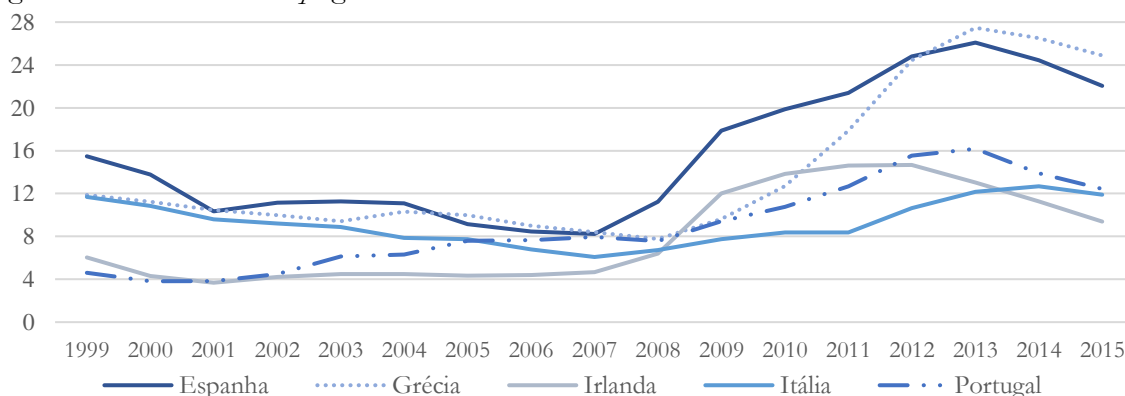
Em março de 2016, o BCE decidiu fixar a taxa de juro das operações principais de refinanciamento, que fornecem a maior parte da liquidez ao sistema bancário, em 0%, atingindo o designado *Zero Lower Bound* (ZLB). Poderá assim questionar-se se este contexto terá ajudado ou dificultado o processo de ajustamento externo das economias que tinham desequilíbrios externos negativos. De acordo com Corsetti, *et al.* (2017) um contexto de ZLB numa pequena economia aberta, exposta a choques externos, como se caracterizam os GIIPS, um regime de câmbios flexíveis seria a melhor opção para isolar a economia, visto que existem mais instrumentos para estimular a economia e corrigir os problemas.

O BCE não foi o único a ativar mecanismos de ajustamento, também os governos foram obrigados a adotá-los. Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Chipre foram os países que recorreram a ajuda externa para fazer face aos seus compromissos financeiro no curto prazo e iniciarem um processo de ajustamento externo. O BCE, a Comissão Europeia (CE) e o FMI foram as instituições envolvidas nestes programas de ajustamento externo. Estes países, sob assistência financeira, aplicaram várias medidas que tinham como meta restabelecer a confiança dos mercados financeiros e promover a eficiência do mercado interno, nomeadamente, através de um aumento transversal de impostos, redução no consumo e investimento público e implementação de várias reformas estruturais, em especial no mercado laboral e setor bancário (Horská e Milučká, 2016). Tal como indica a TZMO, sem o mecanismo da taxa de câmbio, o ajustamento teve de ser feito internamente (Couharde, *et al.*, 2016). O objetivo passava pelo arrefecimento da procura interna, que por

sua vez iria abrandar a inflação promovendo a queda dos salários reais. Quando a procura interna é fraca, os agentes económicos têm menor poder de compra, o que promove um ajustamento mais rápido dos salários. Neste contexto, verificar-se-ia uma depreciação da taxa de câmbio real do país, com o aumento da competitividade a estimular o crescimento económico (Gourinchas e Rabanal, 2017).

Semmler e Tahri (2017) consideram que, numa fase inicial, as autoridades, nacionais como internacionais, privilegiaram a redução da dívida pública através de políticas orçamentais restritivas, ignorando os desequilíbrios externos, em especial a dívida externa, o que terá contribuído para o prolongar do processo de correção dos desequilíbrios externos. Esta situação agravada pela ausência de flexibilidade dos salários e a mobilidade do fator trabalho, que levou a quedas de bem-estar e aos elevados níveis de desemprego que estes países registaram. Grécia e Espanha registaram taxas de desemprego acima dos 20% a partir de 2012, conforme a Figura 4.12.

Figura 4.12 - Taxa de desemprego dos GIIPS em % entre 1999-2015

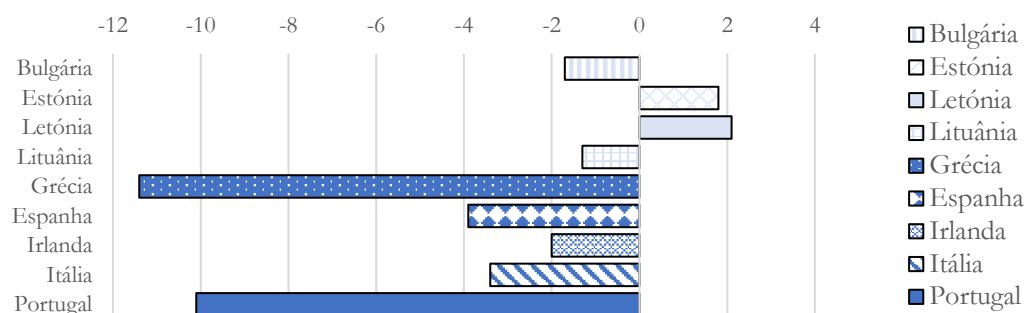


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

Apesar da discussão e controvérsia que se gerou à época em alguns países, como por exemplo na Grécia, uma possível desvalorização externa, ou seja, uma eventual saída da AE, era uma opção que apresentava custos políticos e sociais muito elevados, tanto a nível nacional como internacional, com consequências indecifráveis e potencialmente muito negativas para os restantes membros (Milučká e Horská, 2016). Esta opção não se configurava como viável nem era uma decisão que pudesse ser tomada unilateralmente, estando claramente dependente dos credores internacionais que não pretendiam abrir nenhuma exceção, com medo das repercussões que este fenómeno pudesse ter.

Dentro da AE, a literatura segmenta dois grandes grupos de países que passaram por um processo de ajustamento externo, motivado por desequilíbrio negativo: os GIIPS e os BELL (Bulgária, Estónia, Letónia e Lituânia). Ambos apresentavam elevados desequilíbrios macroeconómicos antes da crise, alimentando os défices persistentes na balança corrente. Destaque para os GIIPS, onde a dimensão do défice era mais acentuada, liderado por Grécia e Portugal (Figura 4.13).

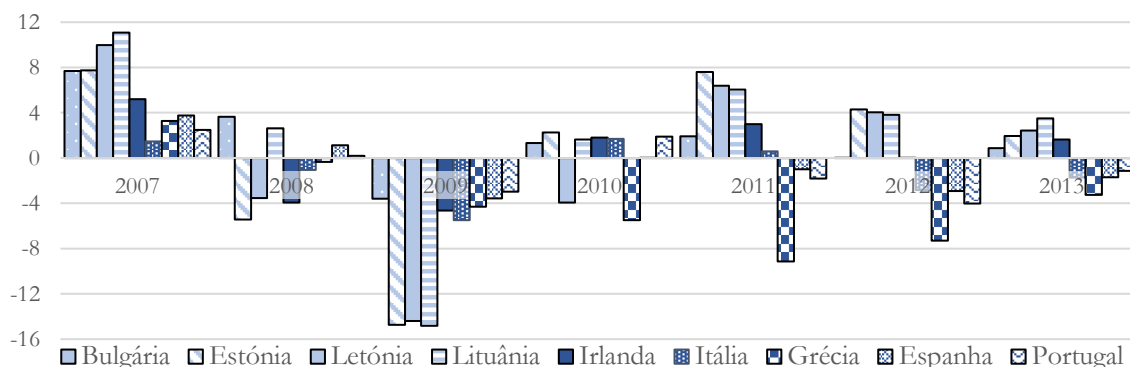
Figura 4.13 - Saldo da balança corrente em % do PIB em 2010



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

O processo de ajustamento externo nos GIIPS foi consideravelmente mais lento face aos BELL. Estes últimos adotaram uma estratégia diferente, registando quedas do PIB muito acentuadas no curto prazo, mas que no médio prazo permitiram correções mais rápidas e se concretizaram em processos de ajustamento externo mais curtos. Em 2009, os BELL registaram quedas na taxa de crescimento do PIB muito superiores que os GIIPS, conforme a Figura 4.14. Contudo, logo no ano seguinte, com a exceção da Letónia, inverteram esta dinâmica e nos anos seguintes todos os BELL registaram taxas de crescimento positivas. Situação oposta verificou-se nos GIIPS em 2011, 2012 e 2013 taxas de crescimento negativas ou muito baixas.

Figura 4.14 - Taxa de crescimento do PIB dos GIIPS e BELL entre 2007-2013



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

Os GIIPS foram alvo de uma forte recessão que levou a um acumular de dívida externa (Krugman, 2013; Belke e Gros, 2017). O objetivo seria evitar quedas abruptas nas taxas de crescimento do PIB, com o argumento que um ritmo mais lento de ajustamento teria menores custos. Os BELL, por sua vez adotaram uma abordagem de “*cold turkey*”, isto é, de correção rápida e abrupta, com maiores custos no imediato (Belke e Gros, 2017). Dando prioridade ao equilíbrio externo, os BELL que não tinham o Euro e apresentavam um mercado laboral mais flexível que os GIIPS, registaram quebras expressivas no PIB e na procura interna no curto prazo. Contudo, as medidas adotadas permitiram um ganho de competitividade externa, que impulsionou as exportações e inverteu o crescimento negativo do PIB. (Milučká e Horská, 2016; Belke e Gros, 2017).

A “velocidade” de ajustamento surge assim como um tema largamente debatido na literatura. Numa UEM, perante um desequilíbrio acentuado, a política orçamental é o mecanismo de ajustamento mais rápido. Contudo, esta política apresenta um *lag* temporal mais dilatado no que diz respeito à sua implementação e impacto. Para os *policy-makers* o processo de ajustamento a escolher dependerá das suas restrições políticas, bem como da sua dependência das várias fontes de financiamento do Estado.

Em suma, quando uma economia é obrigada a realizar um ajustamento externo numa UEM, a resposta mais consensual que a literatura oferece é uma depreciação da taxa de cambio real, através de uma redução dos Custos Unitários do Trabalho (CUT) (Belke e Dreger, 2013; Mauro e Pappadà, 2014). Hohberger, *et al.* (2014) acrescentam outra proposta de correção, que consiste na alteração do consumo público de bens produzidos no exterior privilegiando bens produzidos a nível interno, com um nível de eficiência idêntico, garantindo um impacto orçamental nulo e diminuindo a dependência do exterior. Outra proposta alternativa recai sobre que economias devem ajustar. Argumenta-se que os países do Norte da Europa, que apresentam historicamente um produto *per capita* superior, deveriam aumentar a sua procura externa, reduzindo os elevados excedentes comerciais que apresentam (Alessandrini, *et al.*, 2014). Uma terceira via atende ao Trilema da Política Monetária, consistindo na imposição de um imposto sobre os movimentos de capital ou restringindo-os, minimizando a probabilidade de um *sudden-stop*, ou seja, que as economias enfrentem restrições de liquidez e de acesso a financiamento de forma súbita (Semmler e Tahri, 2017). Contudo, esta é uma ideia que vai contra os princípios base da formação da AE enunciados no início do capítulo.

5. O caso Português

Nos últimos quarenta anos, Portugal observou três graves situações de desequilíbrio externo, duas com moeda própria e uma já na vigência do Euro. Nos três casos, acabou por haver necessidade de recorrer a instâncias internacionais oficiais para obter assistência financeira que levaram à implementação de programas de ajustamento. No presente capítulo apresentam-se os principais fatores que contribuíram para os referidos desequilíbrios externos da economia portuguesa e como, em diferentes contextos financeiros e institucionais, foram resolvidos.

5.1. Os programas de ajustamento externo de 1977 e 1983

Em 1960, Portugal caracterizava-se como uma economia pouco desenvolvida face aos seus congéneres europeus (Reis, 2013). Portugal que, no plano político, vivia sob um regime ditatorial, apresentava um elevado peso relativo do setor primário na economia, representando em 1960 cerca de 21.8% do total do PIB, de acordo com dados do Banco de Portugal. Apesar de Portugal não ter participado na Segunda Guerra Mundial (1939- 1945), o PIB *per capita* português em 1960 era USD 360.5 enquanto que o PIB *per capita* no Reino Unido e em França era cerca de quatro vezes superior, conforme o Quadro 5.1.

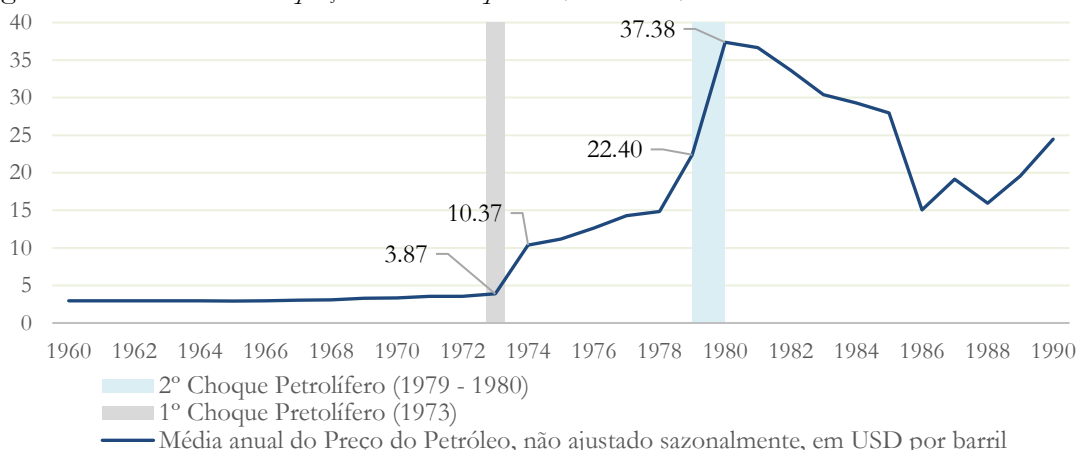
Quadro 5.1 - PIB per capita a preços correntes de 1960 de países europeus em USD

Reino Unido	1,380.31
França	1,338.30
Itália	804.49
Grécia	533.69
Espanha	396.39
Portugal	360.50

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

No plano internacional e também nacional, a década de 1970 ficou marcada por uma alteração do paradigma em vigor, tanto a nível económico como político. Em outubro de 1973, o embargo da distribuição de petróleo aos EUA pela OPEP (Organização de Países Exportadores de Petróleo) fez o preço do petróleo subir de forma exponencial, passando o preço do barril de uma média anual de USD 3.9, em 1973, para uma média anual de USD 10.4 em 1974, conforme a Figura 5.1. Este foi o designado “primeiro choque petrolífero”, com repercussões muito recessivas a nível mundial.

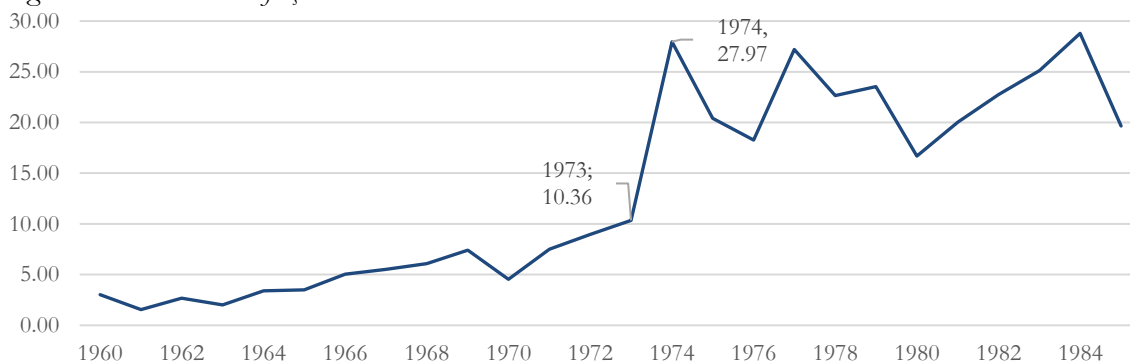
Figura 5.1 - Média anual do preço de barril de petróleo, em USD, entre 1960-1990



Fonte: Elaboração própria com base em dados da Reserva Federal Norte-Americana

Em Portugal, a elevada dependência do petróleo como matéria-prima levou a um aumento no nível de preços da economia portuguesa. A taxa de inflação passou de 10.4% em 1973 para 28.0% em 1974 (Figura 5.2), levando Portugal a “importar” inflação do exterior.

Figura 5.2 - Taxa de inflação anual em % entre 1960-1985



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

As taxas de crescimento do nível de preços no consumidor na economia portuguesa tinham como origem não só o aumento do preço do petróleo, mas também o facto de o Estado estar a financiar os seus défices públicos com recurso a empréstimos do Banco de Portugal (BdP), que alimentava a quantidade de moeda em circulação e promovia a aceleração do ritmo de crescimento dos preços. O volume de moeda criado pelo BdP, isto é, a base monetária, segue a partir do início da década de 1970 uma expressiva trajetória ascendente, registando uma taxa de crescimento entre 1960 e 1977 de cerca de 547%, de acordo com os dados do BdP. Para esta trajetória contribuiu também de forma significativa

o aumento dos salários que se verificou na função pública a seguir à revolução de 25 de abril de 1974. O novo contexto político e social acabou por criar uma forte pressão na oferta do mercado laboral. As novas exigências salariais dos sindicatos contribuíram para o agravamento dos custos com o fator trabalho, alimentando ainda mais as taxas de inflação. Após 1974, registou-se uma expressiva subida dos salários nominais, maior que o crescimento da produtividade do trabalho, contribuindo desta forma para a perda de competitividade internacional da economia portuguesa (Banco de Portugal, 1977).

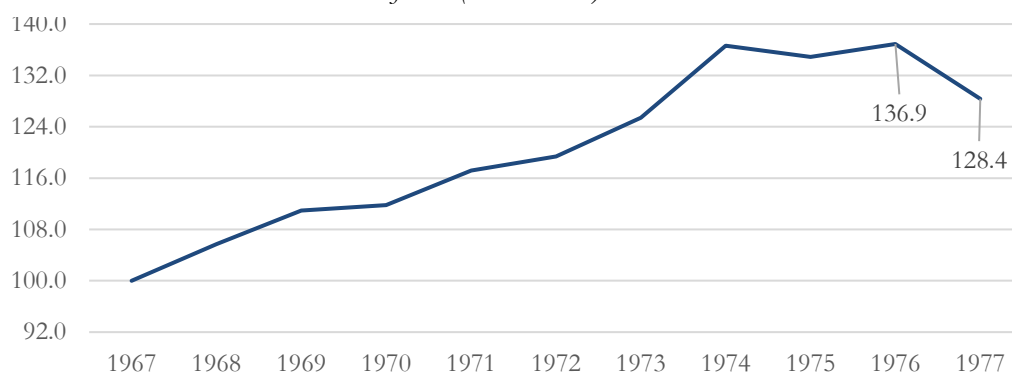
Em 1974, o fim do Estado Novo dá início a um processo de grandes transformações estruturais na economia portuguesa. Foram implementadas fortes e importantes alterações ao nível do enquadramento institucional e legal da economia, acompanhado por um processo de forte sindicalização, nacionalizações e descolonização (Banco de Portugal, 1976, 1977). Ao contrário das tendências que se verificavam nas restantes economias europeias, as autoridades nacionais implementaram, após 1974, várias medidas que visavam estimular o setor primário da economia (a “Reforma Agrária”). Os termos de troca⁹ registaram entre 1973 e 1977 um agravamento de 25% (Banco de Portugal, 1977).

Num contexto de baixo grau de mobilidade do fator trabalho, capital e de mercadorias, as autoridades monetárias aplicaram algumas medidas para tentar contrariar a subida de inflação e repor a competitividade internacional. O BdP que desde 1950 mantinha a taxa de juro de redesconto estável, em torno dos 2.5%, aumenta-a em 1973 para o intervalo 3 - 5% e em 1974 para 4.5 - 7.5%. No entanto, o aumento da taxa de juro de referência, com o objetivo de abrandar o aumento do consumo e por sua vez travar o aumento do nível de preços, foi insuficiente para controlar a inflação, conforme ilustrado anteriormente na Figura 5.2 Também a nível cambial, depois de várias décadas de estabilidade do escudo português, as autoridades adotaram um regime de “Paridade Deslizante”. A alteração de regime levou a uma depreciação nominal pronunciada do escudo, que, contudo, não foi suficiente para ganhar competitividade, uma vez que se registou entre 1967 e 1976 uma apreciação na taxa de câmbio real efetiva de aproximadamente 36.9% (Figura 5.3), circunstâncias que contribuíram para o agravamento dos desequilíbrios económicos, em especial das contas externas nacionais.

⁹ De acordo com o Banco de Portugal (1977), os termos de troca são definidos como:

$$\frac{\text{Índice dos valores unitários das exportações}}{\text{Índice dos valores unitários das importações}} \times 100$$

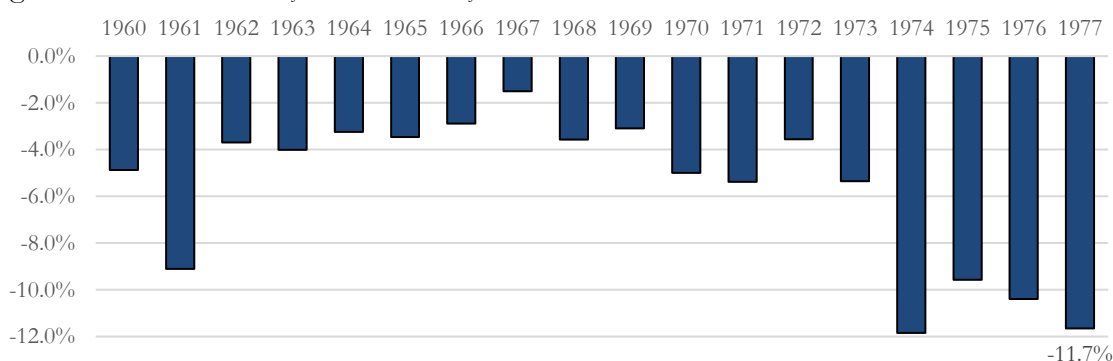
Figura 5.3 - Índice de taxa de câmbio real efetiva (1967=100) entre 1967-1977



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

Depois de um período (entre 1967 e 1973) em que a balança corrente registou sucessivos excedentes, essencialmente devido às remessas dos emigrantes (que permitiam compensar o défice crónico da balança comercial) a partir de 1974, este défice assume maior dimensão, atingindo o seu valor máximo em 1974 de -11.8% do PIB (Figura 5.4), determinando uma inversão dos excedentes históricos registados na balança corrente, motivado pelo forte aumento do consumo privado e aceleração das importações. As importações cresceram em 1977 cerca de 13.1%, em termos homólogos, contra um aumento de apenas 6.8% das exportações, face a igual período do ano anterior (Banco de Portugal, 1977).

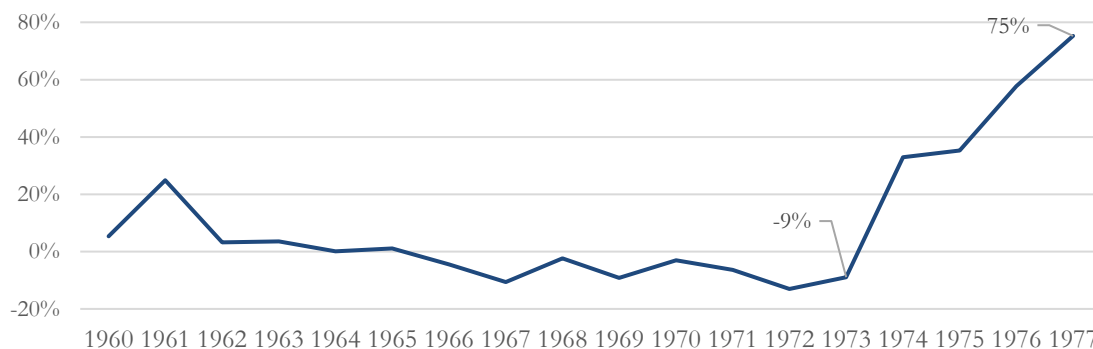
Figura 5.4 - Saldo da balança de bens e serviços em % do PIB entre 1960-1977



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

A partir de 1973, a poupança externa aumentou de forma quase exponencial, conforme a Figura 5.5, evidenciando a elevada dependência do financiamento exterior. Além disso também a taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo registava sucessivos valores negativos, com uma quebra estimada de cerca de 17 a 20% em 1975 e de 3.4% em 1976 (Banco de Portugal, 1977).

Figura 5.5 - Poupança externa em % do PIB entre 1960-1977



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

O défice permanente nas contas externas levou em 1977 as autoridades portuguesas a um pedido de ajuda externa ao FMI. Este programa, que vigorou entre 1977 e 1979, traduziu-se numa ajuda financeira, no montante da ordem dos USD 70 milhões, equivalente a 0.3% do PIB de 1977. Em troca, as autoridades aplicaram um programa de ajustamento externo que compreendia uma série de políticas destinada a corrigir os desequilíbrios macroeconómicos (Banco de Portugal, 1977). As políticas que Portugal aplicou à época podem ser resumidas nas seguintes:

- política monetária restritiva, através de aumento das taxas de juro de referência, em agosto de 1977, de 8% para 13% (Quadro 5.2) e fixação de limites quantitativos ao crédito bancário, travando o excesso de financiamento;

Quadro 5.2 - Taxas¹⁰ de juro de referência do Banco de Portugal entre 1975-1981

1975	1976	1977		1978	1981
6.5	6.5	8/9.5/12	13/15.5/18	18/20.5/23	18/20.5/23

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

- política cambial restritiva, através da desvalorização do escudo (Quadro 5.3), que entre 1975 e 1980 deprecia cerca de 165.5%, pretendendo arrefecer a procura interna, e consequentemente travar o crescimento das importações;

Quadro 5.3 - Média anual da taxa de câmbio DEM/PTE entre 1975-1980

1975	1976	1977	1978	1979	1980
10.379	12.02	16.53	21.951	26.723	7.556

Fonte: Elaboração própria com base em dados BdP

¹⁰ A partir de 1977 o Banco de Portugal estabeleceu três taxas de redesconto, diferenciadas de acordo com a finalidade do crédito concedido.

- política orçamental restritiva, com aumento de impostos e definição de limites salariais, que resultaram na queda do peso das remunerações com o trabalho, que representavam 68.4% do PIB, em 1975, e em 1980 equivalia a 52.3% do PIB (Quadro 5.4).

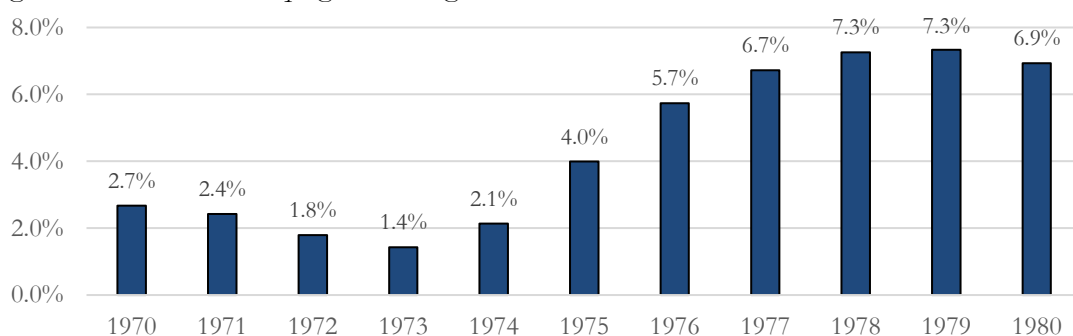
Quadro 5.4 - Peso das remunerações do trabalho no PIB entre 1975-1980

1975	1976	1977	1978	1979	1980
68.37%	66.36%	60.68%	57.48%	53.49%	52.34%

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

Em 1979, o programa de assistência financeira a Portugal terminava. O resultado foi uma quebra nos salários reais e aumento do trabalho precário e não declarado (Banco de Portugal, 1979). A taxa de desemprego, que historicamente estava em níveis muito baixos, atingiu em 1979 um máximo de 7.3% (Figura 5.6).

Figura 5.6 - Taxa de desemprego em Portugal entre 1970-1980



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

O programa de assistência financeira pretendia corrigir o persistente desequilíbrio externo português. Contudo, as importações de bens e serviços registaram um aumento do seu peso no PIB passando de 37.3% em 1980 para 40.3% em 1981, conforme o Quadro 5.5. Em sentido contrário, assistiu-se a uma diminuição do peso das exportações no PIB que passaram de 20.9% em 1980 para 19.8% em 1981 (Quadro 5.5).

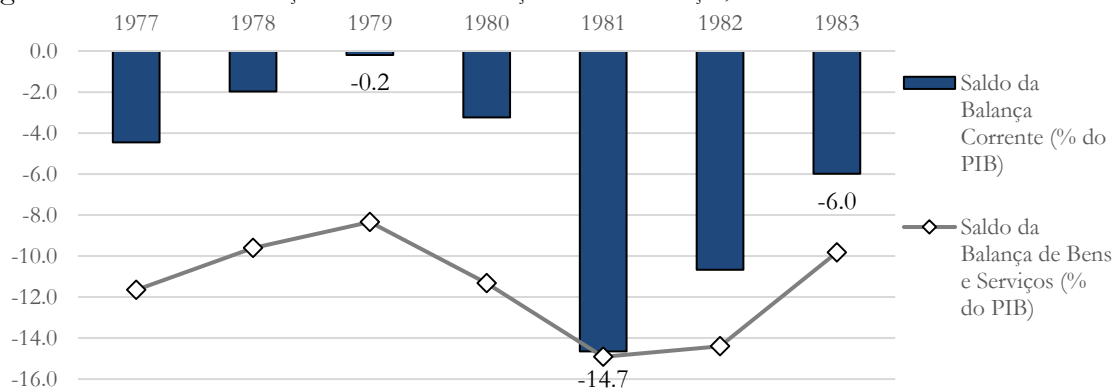
Quadro 5.5 - Evolução do peso das importações e das exportações, em % do PIB entre 1977-1983

Ano	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Importações de bens e serviços (% do PIB)	19.2	28.6	32.5	37.3	40.3	40.5	37.5
Exportações de bens e serviços (% do PIB)	14.5	15.6	20.0	20.9	19.8	20.1	23.6

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

Com o preço do petróleo a registar uma nova subida de preço muito pronunciada, materializa-se o designado “segundo choque petrolífero”, como ilustrado anteriormente na Figura 5.1. O preço do barril passa de uma média anual de USD 22.4, em 1979, para USD 37.4 em 1980. Esta subida do preço do petróleo impulsionou o aumento das taxas de juro internacionais que levaram a uma desaceleração da procura externa, contribuindo para a queda registada nas exportações nacionais (Quadro 5.5), fazendo-se sentir essencialmente em 1981¹¹ (Banco de Portugal, 1983). Assim, o saldo da balança corrente que atingiu o seu melhor valor em 1979 de cerca de -0.2% do PIB, registou em 1981 um máximo negativo de 14.7%, continuando nos anos subsequentes a registar valores negativos (Figura 5.7).

Figura 5.7 - Saldos da balança corrente e da balança de bens e serviços, % do PIB entre 1977-1983



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

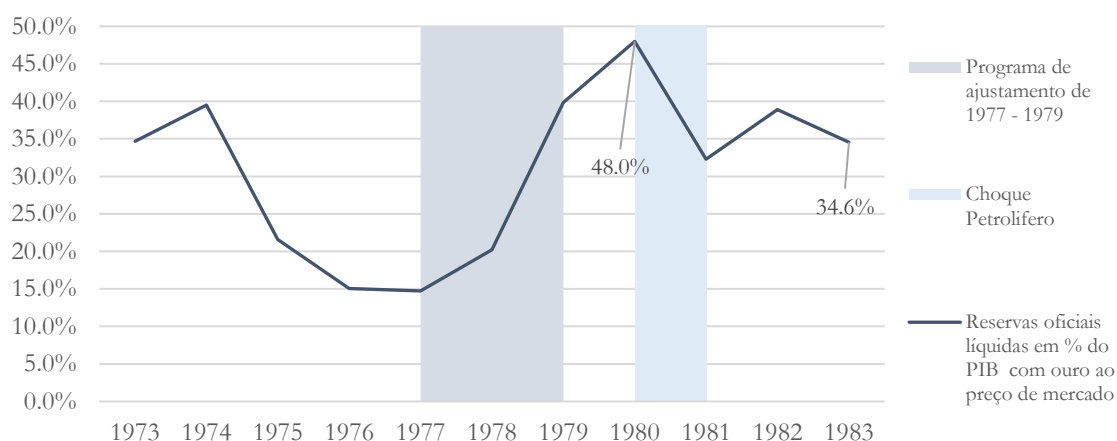
O fim da assistência financeira em 1977 levou a uma abertura da política orçamental. Em 1980, os salários em Portugal crescem cerca de 25.7%, valor muito superior ao registado no triénio antecedente em que taxa de crescimento nominal dos salários avançou cerca de 14.9% em 1977, 16.5% em 1978 e 17.4% em 1979. Este aumento terá contribuído para o aumento do consumo, que, por sua vez, terá impulsionado as importações e agravado o défice comercial.

A situação financeira do país evidenciava uma posição externa da economia nacional muito frágil, que se traduziu em novas dificuldades de financiamento externo levando a uma forte contração das reservas internacionais. Após a recuperação registada durante o período de ajustamento, o aumento do preço do petróleo levou a uma nova redução do peso das

¹¹ Exportações e importações, entre outras variáveis macroeconómicas, apresentam algum desfazamento temporal uma vez que os contratos são celebrados, regra geral, com alguns meses de antecedência face à data em que se concretizam.

reservas oficiais líquidas no PIB entre 1980 e 1983 (Figura 5.8), ainda que em 1982 tenha registado uma ligeira recuperação, tendo-se, no entanto, fixado em 1983 nos 34.6% do PIB. De acordo com o (Banco de Portugal, 1983) as importações de petróleo aumentaram em valor 17.4% entre 1982 e 1983, enquanto que em volume se registou uma redução de 3.5%.

Figura 5.8 - Reservas oficiais líquidas em % do PIB, com ouro ao preço de mercado, entre 1973-1983



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

A incapacidade das autoridades portuguesas fazerem face aos seus compromissos internacionais, levou-as em 1983 a fazer novo pedido de ajuda externa ao FMI. Em troca de um empréstimo de cerca de USD 750 milhões (equivalente a 2.8% do PIB), as autoridades comprometiam-se novamente a aplicar medidas que reduzissem o desequilíbrio externo persistente que Portugal apresentava, materializado no défice da balança corrente. O programa que se iniciou em 1983 estendeu-se até 1985, e, desta vez, o enfoque foi sobretudo para a política de cambial e orçamental (Banco de Portugal, 1983).

A nível de políticas cambiais, com o objetivo de melhorar a competitividade internacional e promover a oferta de bens transacionáveis internacionalmente, arrefecendo o aumento das importações, Portugal que já apresentava um regime de desvalorização mensal e programada do escudo (regime de *Crawling Peg*), registou em 1983 duas desvalorizações discretas, em março e junho, onde a moeda nacional chegou a desvalorizar aproximadamente 12% só num mês. Um marco alemão que valia, em média, cerca de 32.7 escudos portugueses em 1982, passou para um valor, em média, de 43.2 escudos portugueses no ano seguinte, traduzindo-se numa desvalorização média anual de quase 19% (Banco de Portugal, 1983).

Simultaneamente, com o objetivo de travar o elevado endividamento da economia nacional, arrefecendo a procura interna, o BdP aumentou duas vezes em 1983 a sua taxa de

juro referência, designadamente para 23% em março de 1983 e 25% em agosto de 1983 (Quadro 5.6). O aumento da taxa de juro de referência do BdP era acompanhado por iguais subidas nas taxas de juro dos bancos comerciais. Pretendia-se tornar o crédito mais caro e assim incentivar à poupança, contudo, os resultados não foram os esperados. A taxa de crescimento do crédito total na economia portuguesa, registou entre 1981 e 1983 um aumento de cerca de 83.0% (Banco de Portugal, 1983).

Quadro 5.6 -Taxa de juro de referência do Banco de Portugal entre 1981-1985

1981	1982	1983		1984	1985		
18/20.5/23	19/21.5/24	23/25.5/28	25/27.5/30	25/27.5/30	25/27.5/30	23/25.5/28	19/21.5/24

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

No âmbito das políticas orçamentais do programa do FMI de 1983 destaca-se a criação de um imposto retroativo sobre os rendimentos e o congelamento do subsídio de Natal de 1983. Os resultados destas políticas restritivas materializaram-se numa redução do rendimento disponível bruto, não incluindo as remessas de emigrantes, que caiu cerca de 2.4% entre 1983 e 1985 (Quadro 5.7). Também a poupança bruta das famílias, que estava a ser estimulada pelo aumento das taxas de juro, registou uma contração, passando de 14.3% do PIB em 1982, para 13.2% em 1983 (Quadro 5.7). Outra consequência da aplicação destas medidas foram as reduções que se registaram nos salários reais e no rendimento real das famílias, cerca de 4.9% em 1982 e 4.2% em 1983, o que permitiu à economia portuguesa recuperar alguma competitividade (Banco de Portugal, 1985). Entre 1977 e 1983, a produtividade também cresceu aproximadamente 20% e o CUT recuaram cerca de 30% face ao exterior (Banco de Portugal, 1983).

Quadro 5.7 - Rendimento disponível bruto e poupança bruta das famílias (sem remessas de emigrantes) em % do PIB entre 1980-1985

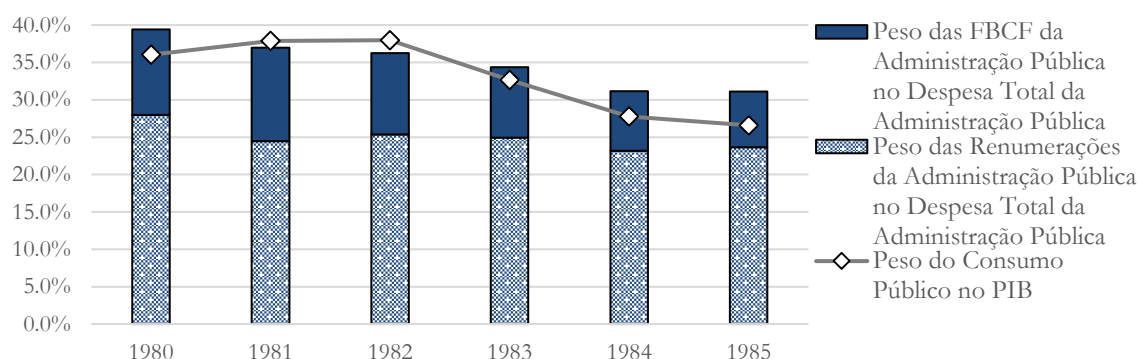
Ano	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Rendimento Disponível Bruto (sem remessas de emigrantes) em % do PIB	71.7	76.0	79.6	77.3	75.9	74.9
Poupança Bruta das Famílias (sem remessas de emigrantes) em % do PIB	8.7	10.9	14.3	13.2	10.5	12.5

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

Relativamente às medidas aplicadas no setor público, estas incluíam a redução dos salários nominais da função pública, que se verificou de forma gradual (Figura 5.9). Foi também reduzido o investimento público, com uma queda expressiva da formação bruta de

capital fixo da administração pública, que passou de um peso relativo no total da despesa da administração pública de 10.2% em 1982, para 7.4% em 1985 (Figura 5.9). Também o peso do consumo público no PIB registou uma trajetória descendente (Figura 5.9).

Figura 5.9 - Evolução do consumo e investimento público no PIB entre 1980-1985



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

Em 1985 terminava o programa de ajustamento externo exigido pelo FMI às autoridades portuguesas. Analisando a evolução das variáveis macroeconómicas de referência para avaliar a situação externa da economia portuguesa, o programa parecia ter cumprido o seu objetivo e contribuído para a correção do desequilíbrio externo: em 1985, Portugal registava um excedente na balança corrente equivalente a 1.4% do PIB (Quadro 5.8). Apesar de o saldo da balança comercial continuar deficitário, este apresentava uma trajetória de contração, com níveis claramente inferiores aos registados antes do início do programa. Enquanto que, em 1982 o défice atingia os 14.4% do PIB, no ano seguinte ao fim do programa do FMI, 1986, o défice era apenas de 2.0% do PIB (Quadro 5.8).

Quadro 5.8 - Saldo da balança corrente e da balança de bens e serviços, em % do PIB, entre 1980-1986

Ano	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Saldo da balança corrente em % do PIB	-3.2	-14.7	-10.7	-6.0	-2.5	1.4	3.0
Saldo da balança de bens e serviços em % do PIB	-11.3	-14.9	-14.4	-9.8	-6.1	-3.0	-2.0

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

Os resultados positivos nas principais variáveis externas estavam também refletidos noutras variáveis económicas. Apesar da quebra pronunciada na taxa de crescimento anual do PIB real em 1983 e 1984, com quedas de 0.2% e 1.9%, respetivamente, em 1985 esta tendência inverteu-se, com a taxa de crescimento do PIB real a crescer cerca de 2.8%, mantendo uma evolução positiva nos anos seguintes (Quadro 5.9). A taxa de inflação, depois

de um máximo em 1984, de cerca de 28.8%, também registou uma redução para os 19.6% em 1985, fruto da política cambial de desvalorização do escudo, bem como do contexto internacional marcado pelo elevado preço do petróleo (Banco de Portugal, 1985). A única exceção foi a evolução da taxa de desemprego que apenas em 1987 inverteu a trajetória crescente que tinha registado desde o início da década.

Quadro 5.9 - Evolução das principais variáveis macroeconómicas entre 1980-1987

Ano	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Taxa de crescimento real do PIB (%)	4.6	1.6	2.1	-0.2	-1.9	2.8	4.1	6.4
Taxa de inflação (%)	16.7	20.0	22.7	25.1	28.8	19.6	11.8	9.3
Taxa de desemprego (%)	6.9	7.3	7.1	8.3	9.1	9.6	9.9	8.7

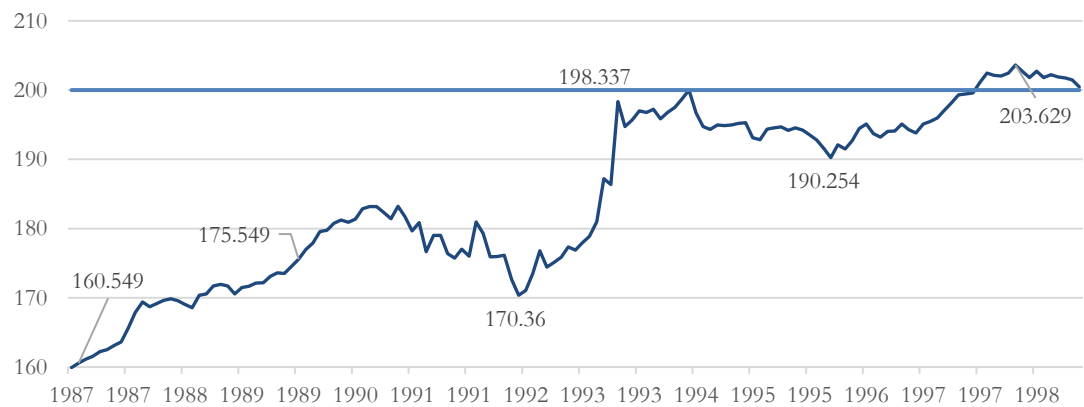
Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

5.2. O programa de ajustamento externo de 2011

A entrada para a Comunidade Económica Europeia, em 1986, deu início a um processo de grande abertura ao exterior e iniciou uma década de otimismo nos consumidores e investidores (Blanchard e Portugal, 2017). Este sentimento refletiu-se na taxa de crescimento do PIB português, que, foi alimentada pelo aumento forte do investimento que ocorreu na economia portuguesa. Destaque para 1997 e 1998, onde a formação bruta de capital atingiu os 13.7% e 13.4% do PIB, respetivamente (Blanchard, 2007).

A estabilidade cambial, resultado do processo de convergência com os parceiros europeus, alimentou o consumo interno. As autoridades nacionais foram gradualmente ajustando a taxa de câmbio, conforme a Figura 5.10, até se verificar uma tendência estável nos duzentos escudos por uma unidade monetária europeia (XEU).

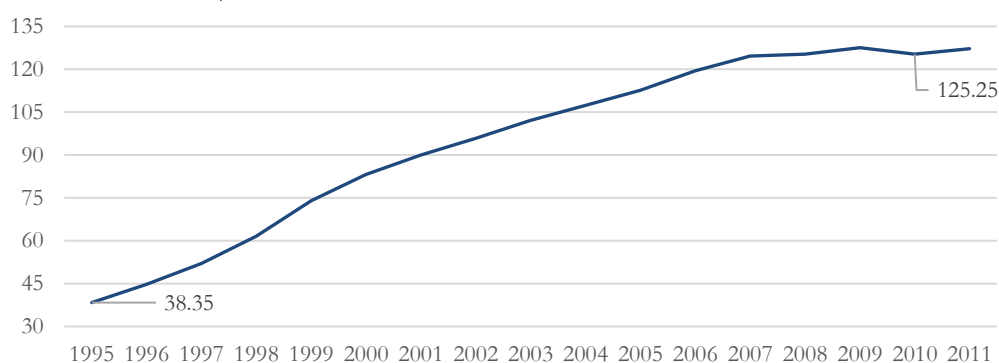
Figura 5.10 - Taxa de câmbio XEU/PTE entre 1987-1998



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

A entrada na AE, em 1999, levou a quedas muito pronunciadas das taxas de juro nominais de curto prazo de referência, que teve como origem a “falsa” percepção pelos investidores da eliminação do risco soberano e risco cambial. Este efeito conduziu ao aumento da entrada de capitais no país, levando a aumento da dívida privada, em especial das famílias (Blanchard e Portugal, 2017). O endividamento das famílias, registou a partir de 1995 um aumento exponencial. Enquanto que, em 1995, o endividamento das famílias, em percentagem do rendimento disponível, correspondia a aproximadamente 38.4, quinze anos mais tarde, este valor era cerca de 125.3 (Figura 5.11).

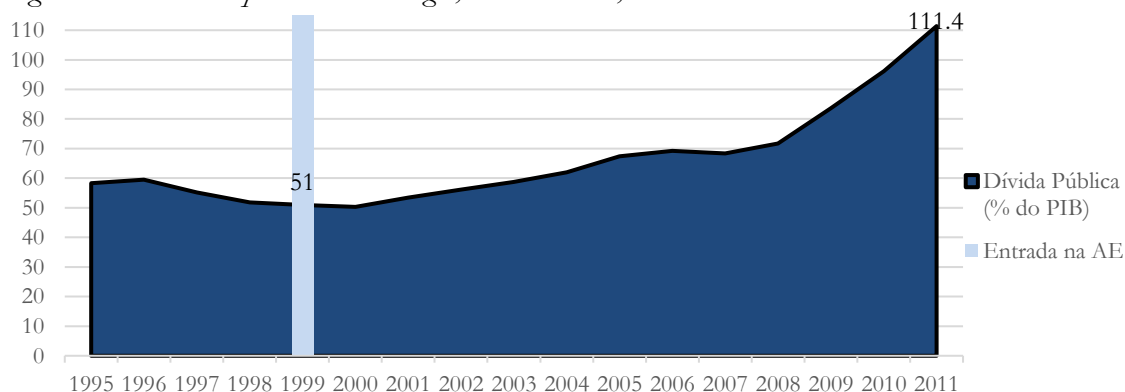
Figura 5.11 - Dívida das famílias em % do seu rendimento, entre 1995-2011



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

O aumento excessivo do endividamento verificou-se também nas finanças públicas portuguesas. Mesmo com os critérios do Tratado de Maastricht exigidos para a adesão à AE, já referidos no capítulo 4, Portugal registou um aumento muito pronunciado da sua dívida pública, onde numa década vê este valor quase duplicar em percentagem do PIB (Figura 5.12). Para o aumento da despesa pública contribuíram, por exemplo, os aumentos no pagamento das pensões, transferências sociais e subsídios de desemprego (Reis, 2013).

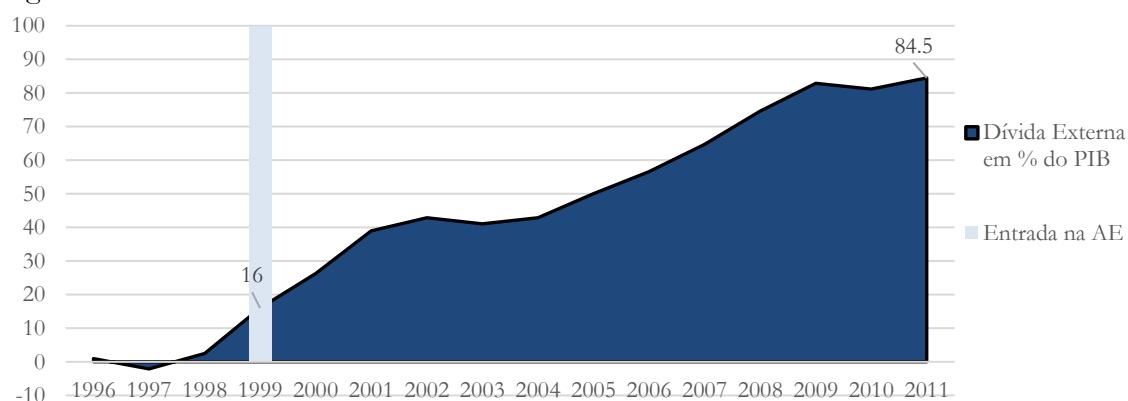
Figura 5.12 - Dívida pública em Portugal, em % do PIB, entre 1995-2011



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

Em Portugal, o financiamento das famílias, quer da empresas e Estado tinha origem externa. A dependência dos credores internacionais levou a que a dívida externa registasse a partir de 1999 uma escalada expressiva (Figura 5.13). Enquanto que em 1999, a dívida externa da economia portuguesa era aproximadamente 16% do PIB, dez anos depois, a dívida externa representava cerca de 83%. Na base do endividamento dos agentes residentes estava o setor bancário nacional, que, por sua vez, dependia fortemente do setor bancário internacional. Em 2010, os bancos nacionais representavam cerca de metade da dívida externa líquida nacional (Blanchard & Portugal, 2017).

Figura 5.13 - Dívida externa em % do PIB entre 1996-2011

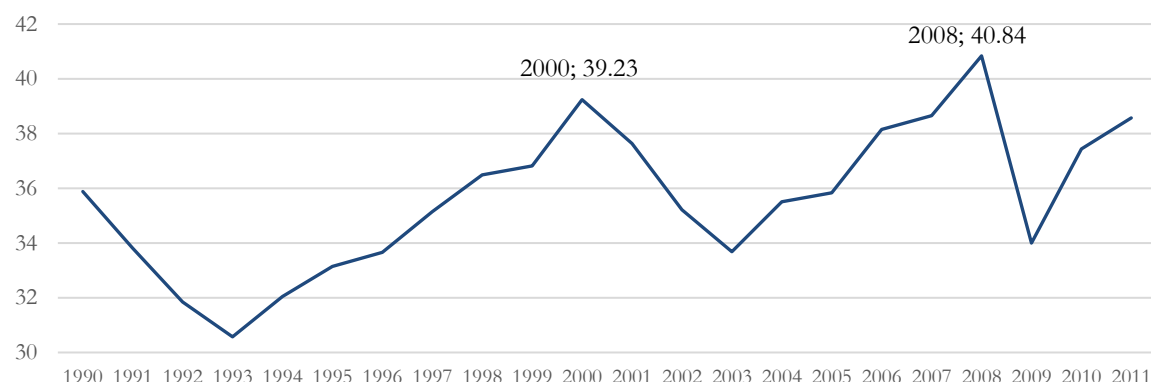


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

Com a eliminação do risco cambial, o risco de emitente, ou seja, a qualidade da contraparte, torna-se a componente mais importante do risco de crédito. Uma vez que, os títulos e instrumentos de origem portuguesa transacionavam agora na mesma moeda que títulos alemães, holandeses ou franceses, foi percecionado pelo mercado uma queda material do risco, e, conseqüentemente das taxas de juro de financiamento, alimentando o aumento do endividamento externo, que se tornou um problema grave devido à falta de eficiência na alocação do capital, por parte do setor bancário (Blanchard e Giavazzi, 2002; Chen, *et al.*, 2012; Eichenbaum, *et al.*, 2018). A elevada quantidade de títulos soberanos que os bancos detinham tornou-os vulneráveis à evolução das finanças públicas nacionais, que tal como referido anteriormente, registaram a partir de 1999 uma evolução muito negativa (Reis, 2015). Por outro lado, o crédito concedido internamente pelo setor bancário não terá sido alocado de forma competente, já que se materializou sobretudo em investimento não produtivo, como o mercado imobiliário, potenciando o aumento dos respetivos preços, e parte para empresas produtoras de bens não transacionáveis, o que levou a uma perda de competitividade internacional da economia portuguesa (Lane, 2012; Guerrieri e Esposito,

2012). Entre 1999 e 2011, os empréstimos da banca aos particulares, cuja finalidade do crédito era consumo registou um aumento de cerca de 163.4%. O aumento do consumo das famílias portuguesas direcionou-se para bens que não eram produzidos internamente, como por exemplo, automóveis e equipamentos eletrónicos, que se materializou num aumento forte das importações, entre 1993 e 1999, e, posteriormente entre 2003 e 2008, onde atinge um máximo neste último ano, equivalente a cerca 40.8% do PIB português, conforme a Figura 5.14.

Figura 5.14 - Importações em % do PIB entre 1990-2011



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

Analisando a taxa de câmbio real efetiva anual (Quadro 5.10), esta registou entre 1999 e 2000 um aumento de cerca de 10.8%, sinalizando uma apreciação real face aos principais parceiros comerciais. Todavia, já no momento da adesão ao Euro, Portugal apresentava uma taxa de câmbio real efetiva acima da média histórica, o que contribui para a deterioração constante do saldo da balança corrente (Gnimassoun e Mignon, 2015; Lane e Milesi-Ferretti, 2015).

Quadro 5.10 - Índice da taxa de câmbio real efetiva entre 1999-2011 para Portugal

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
100.00	97.63	100.02	102.54	107.19	108.49	108.51	109.49	110.77	111.70	110.84	108.61	109.61

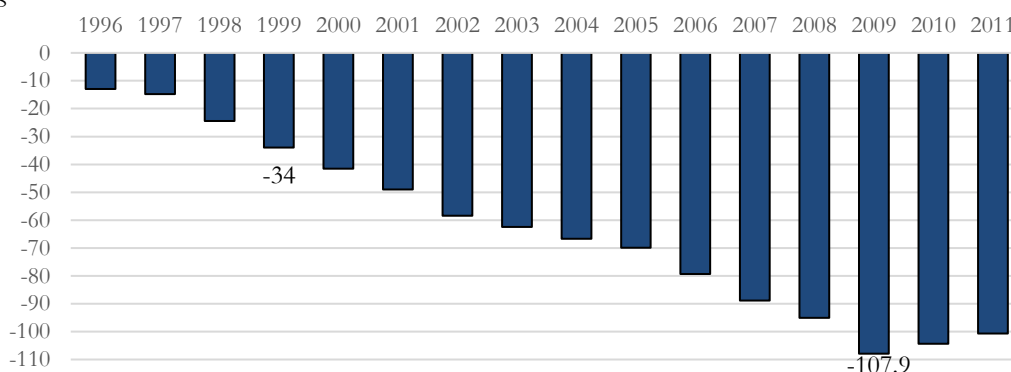
Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

A economia portuguesa tinha como base a especialização em setores de bens de baixo valor acumulado. Estes setores foram também penalizados pela competição de países da Europa de Leste e China, que com a mesma estratégia de especialização superaram o desempenho da economia portuguesa (Reis, 2015). A consequência foi um baixo peso das

exportações no PIB, que, entre 1995 e 2005, ficou, em média, nos 27% do PIB, contrastando com valor equivalente, para as importações, de 36% do PIB.

A conjugação do aumento do consumo, da redução das taxas de juro, da política orçamental expansionista, da perda de competitividade, do aumento das importações e da estagnação das exportações contribuiu para a forte dependência de Portugal em relação ao exterior. A PLII foi refletindo tal situação. Em 2009, representava cerca de -107.9% valor que contrastava com os apenas -34.0% do PIB em 1999 (Figura 5.15).

Figura 5.15 - PLII em % do PIB entre 1996-2011



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

A dependência da economia portuguesa face ao exterior constituía uma vulnerabilidade forte da economia portuguesa a choques externos. Tal verificou-se em 2011, como refere Reis (2013, p. 2), “Portugal, ao contrário de Espanha e Irlanda, não registou nenhuma bolha no mercado imobiliário, nem um aumento exponencial da dívida pública como a Grécia, nem registou períodos de instabilidade política como a Itália”. As origens da recessão económica que Portugal atravessou entre 2011 e 2014 são distintas das apontadas aos restantes países do GIIPS e devem-se essencialmente à sua situação externa, com um acumular de desequilíbrios externos permanentes (Reis, 2013).

No seguimento da instabilidade que se vivia em 2009 nos mercados financeiros internacionais, Portugal, por efeito de contágio, sofreu com as consequências de estar altamente dependente de credores internacionais. Com a incerteza sobre a capacidade de a economia portuguesa conseguir honrar os seus compromissos, o acesso ao crédito contraiu fortemente e as taxas de juro de longo prazo para a economia portuguesa registam um aumento muito expressivo, atingindo os 12% em 2011, conforme a Figura 4.11.

Perante a incapacidade iminente de fazer face aos seus compromissos de curto prazo, em abril de 2011, Portugal anuncia o Pedido de Ajuda Financeira (PAF) e submete-se, tal

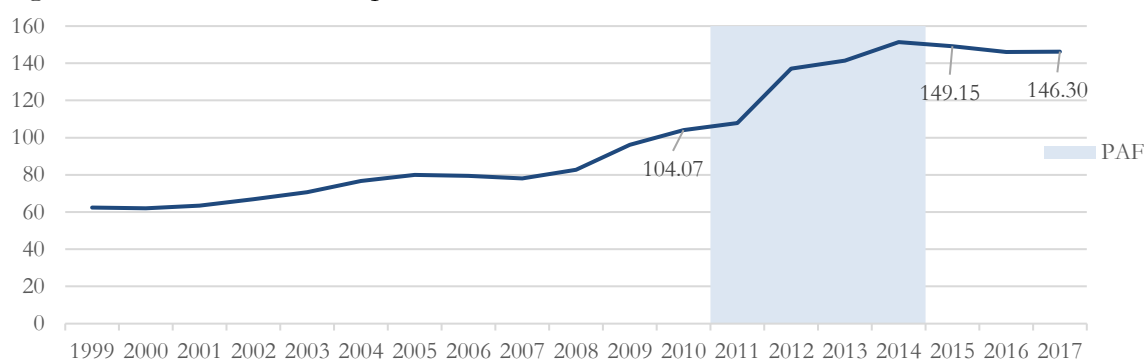
como em 1977 e 1983, a um programa de ajustamento externo. O PAF instituído pelo FMI, BCE e CE (*Troika*) vigorou entre maio de 2011 e junho de 2014. O total da ajuda financeira ascendeu a EUR 78 mil milhões, equivalente a 43.4% do PIB de 2011, e era formado por doze tranches, onde Portugal recorreu apenas a onze (equivalente a 97% do total). O montante total da ajuda financeira foi financiado pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (EUR 24.3 mil milhões), Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EUR 26 mil milhões) e FMI (EUR 26.5 mil milhões). Como contrapartida, as autoridades realizaram um programa de ajustamento cujo objetivo era recuperar a confiança dos investidores internacionais através da aplicação de uma série de reformas estruturais no setor público, privado e financeiro corrigindo desequilíbrios internos e externos. O PAF agrupava em três pilares as reformas necessárias: consolidação orçamental, estabilidade do sistema financeiro e transformação estrutural da economia portuguesa (Banco de Portugal, 2018a). Sintetizam-se agora as principais medidas tomadas no âmbito de cada pilar.

– “*Consolidação Orçamental*”

Para promover a consolidação orçamental, corrigindo um dos problemas estruturais da economia portuguesa, foram implementadas medidas que visavam mitigar o funcionamento ineficiente da administração pública. Assim, na vertente da despesa, a reforma na gestão das finanças públicas levou, entre várias medidas, à redução de salários, postos de trabalho e organismos públicos; à redução da participação direta ou indireta do Estado em vários setores da economia; e ainda, alteração de várias leis, entre as quais, a Lei de Enquadramento Orçamental, reforçando a monitorização das contas públicas (Governo de Portugal, 2014).

Registou-se também a partir do início do PAF uma queda forte do investimento público, levando a que em 2011 e 2012 a composição do investimento direto do exterior em Portugal assumisse essencialmente a forma de instrumentos de capital e estando associado ao setor das sociedades não financeiras (Banco de Portugal, 2017a). Na vertente das receitas, foram introduzidas novas taxas sobre os rendimentos, acompanhadas de aumentos de impostos sobre os rendimentos e consumo e aumento das contribuições sociais. Apesar da implementação destas medidas, a dívida pública registou um aumento contínuo, atingindo um máximo em 2014 de 151.4% do PIB, tendo-se mantido estável desde então (Figura 5.16).

Figura 5.16 - Evolução da dívida pública em % do PIB entre 1999-2017



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

– “Estabilidade do sistema financeiro”

O setor bancário sofreu profundas alterações resultado das reformas internacionais introduzidas, com entrada em vigor de novas regras e leis, tal como será abordado no capítulo 6. Estas reformas levaram a um processo de recapitalização do setor bancário português, onde se alterou o enquadramento legal e regulatório do sistema, com reforço dos poderes de supervisão e monitorização do Banco de Portugal (Governo de Portugal, 2014). O objetivo era reforçar a solvabilidade do sistema bancário e incentivar a desalavancagem gradual e ordenada. Estas medidas permitiram a redução do rácio de crédito/depósitos (transformação) que passou de uma média anual de 142.4% em 2011 para 107.6% em 2014 (Quadro 5.11). Contudo, estas medidas não foram suficientes para impedir, em 2014, a resolução de um dos maiores bancos portugueses. Outro problema, que ainda se mantém à data no setor bancário português, é o crédito malparado. Contudo, várias medidas têm sido implementadas no âmbito do processo da União Bancária, para minimizar os riscos associados, tal como se abordará no capítulo 6.

Quadro 5.11 - Rácio de transformação em Portugal entre 2008-2017

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
156.98	155.18	154.18	142.43	128.23	116.05	107.55	99.38	95.08	93.63

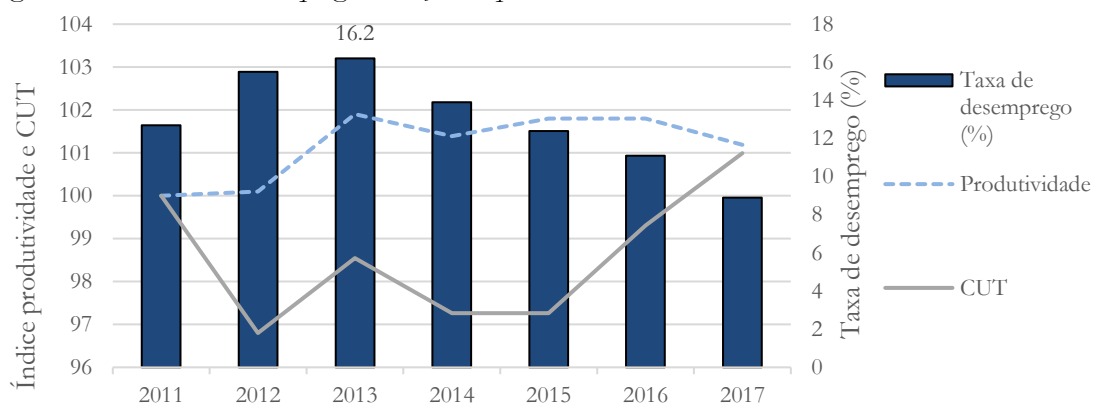
Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

– “Transformação Estrutural da Economia Portuguesa

No âmbito do PAF foram implementadas inúmeras medidas nos mais variados setores da economia portuguesa, desde o setor da saúde, educação, energia, transportes, telecomunicações, habitação, concorrência e justiça.

O objetivo era corrigir problemas estruturais repondo competitividade internacional à economia portuguesa. Destaque para o mercado laboral, onde foram realizadas reformas que pretendiam aumentar a flexibilidade e a concorrência (Reis, 2013). Para tal, procedeu-se, entre várias medidas, à instituição de um banco de horas individual; alterou-se as condições de acesso, duração e montante do subsídio de desemprego; reduziu-se as prestações suplementares e compensações salariais; diminuí-se as transferências sociais e criaram-se vários programas de formação com o objetivo de promover a empregabilidade (Governo de Portugal, 2014). A implementação destas medidas contribuiu para o aumento marginal da produtividade e redução do CUT, conforme a Figura 5.17. Todavia, só apenas em 2014, é que se verificou uma diminuição da taxa de desemprego, que atingiu em 2014 um máximo de 16.2%.

Figura 5.17 - Taxa de desemprego, evolução da produtividade do trabalho e CUT entre 2011-2017



Fonte: Elaboração própria com base em dados da Eurostat e AMECO

Em junho de 2014, Portugal terminava o programa de ajustamento financeiro da *Troika*. Atualmente, encontra-se ainda sob um programa de vigilância pós PAF, com o objetivo de monitorizar a sua capacidade de reembolsar os empréstimos obtidos. Até reembolsar no mínimo 75% do montante total que recebeu da assistência financeira, que se estima que seja pelo menos até 2026, Portugal é e será alvo de análises regulares das instâncias internacionais. Apesar de já se terem verificado algumas reversões das medidas implementadas durante o PAF, Portugal tem vindo a recuperar das quebras na taxa de crescimento do PIB real dos últimos anos (Quadro 5.12). Em termos relativos, face aos seus congéneres europeus, tem ainda ficado aquém da média europeia.

Quadro 5.12 - Taxa de crescimento do PIB real entre 2011-2017

Ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UE (28)	1.8	-0.4	0.3	1.7	2.3	1.9	2.4
AE	1.6	-0.9	-0.3	1.3	2.1	1.8	2.4
Portugal	-1.8	-4.0	-1.1	0.9	1.8	1.6	2.7
Irlanda	3.7	0.2	1.3	8.8	25.1	5.0	7.2
Grécia	-9.1	-7.3	-3.2	0.7	-0.3	-0.2	1.4
Espanha	-1.0	-2.9	-1.7	1.4	3.4	3.3	3.1
Itália	0.6	-2.8	-1.7	0.1	1.0	0.9	1.5

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Eurostat

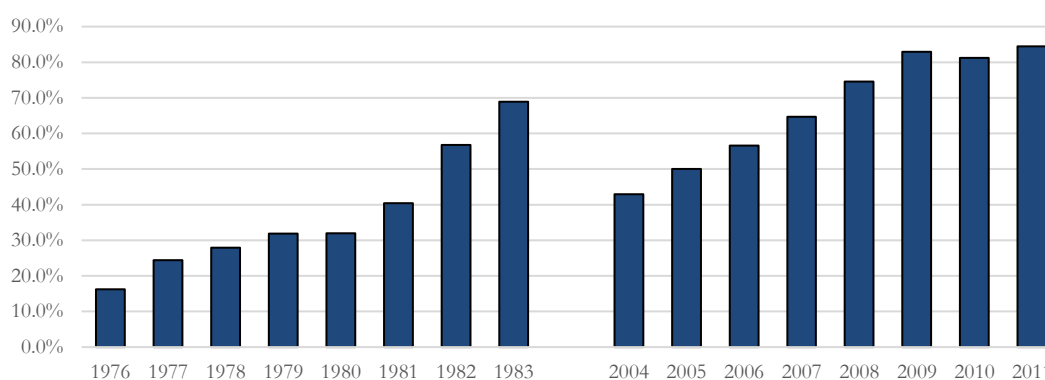
5.3. Comparação dos três processos de ajustamento externos

Comparando os três processos de ajustamento externo que a economia portuguesa atravessou é possível identificar algumas semelhanças e diferenças. Confrontado os principais aspetos que caracterizaram os processos, que ao nível dos antecedentes quer ao nível medidas tomadas em 1977, 1983 e 2011 e respetivos resultados.

5.3.1. Antecedentes dos desequilíbrios externos

Tal como se tinha observado em 1977 e 1983, o programa de ajustamento de 2011 tinha como objetivo essencial corrigir o desequilíbrio externo da economia portuguesa. Esta semelhança era motivada pelo aumento persistente da dívida externa, nos anos que precederam o pedido de ajuda. Em 1983, a dívida externa representava cerca 68.9% do PIB, e em 2011 84.5% do PIB (Figura 5.18).

Figura 5.18 - Dívida externa em % do PIB, entre 1976-1983 e 2004-2011

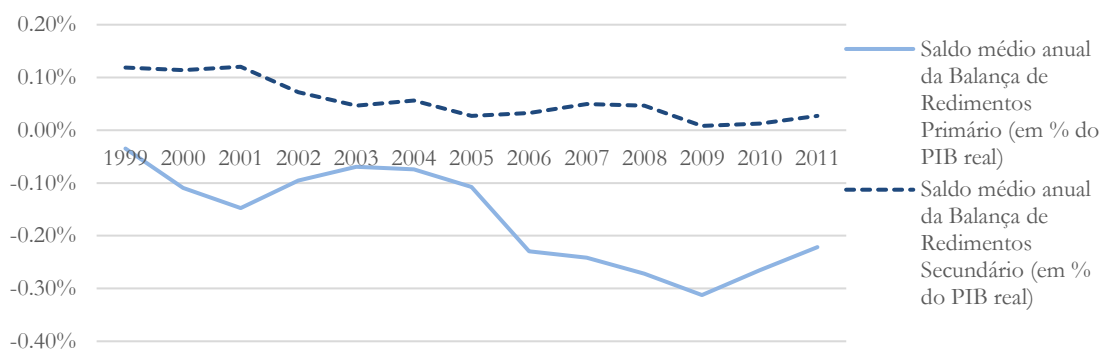


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

A trajetória ascendente da dívida externa criou uma forte vulnerabilidade da economia portuguesa, em especial, antes de 2011, pois tal como sintetiza (Cabral, 2011, p.

33) “ (...) até 1995, apesar de o país gastar, em média, mais do que produzia, a trajetória da dívida externa seria sustentável em resultado de sucessivas desvalorizações cambiais; [...] após 1995, com a estabilidade cambial, e posteriormente com o Euro, surge uma dinâmica de crescimento insustentável do passivo externo líquido e um progressivo aumento das necessidades líquidas de financiamento da economia; portanto, o efeito da adesão ao Euro na dívida externa dá-se através do impacto dessa adesão no valor de mercado dos ativos e passivos financeiros do país, na balança de rendimentos e na balança de transferências correntes (...)”. Efetivamente, analisando os saldos da balança de rendimentos tanto primário como secundário, ilustrados na Figura 5.19, observa-se uma forte deterioração destes saldos, em especial do saldo médio anual da balança de rendimentos secundários, o qual evidenciou uma tendência decrescente no período de 1999 a 2009, ano em que atingiu um mínimo de -0.3% do PIB (Figura 5.19).

Figura 5.19 - Saldo médio anual da balança de rendimento primário e secundário (em % do PIB real) entre 1999-2011



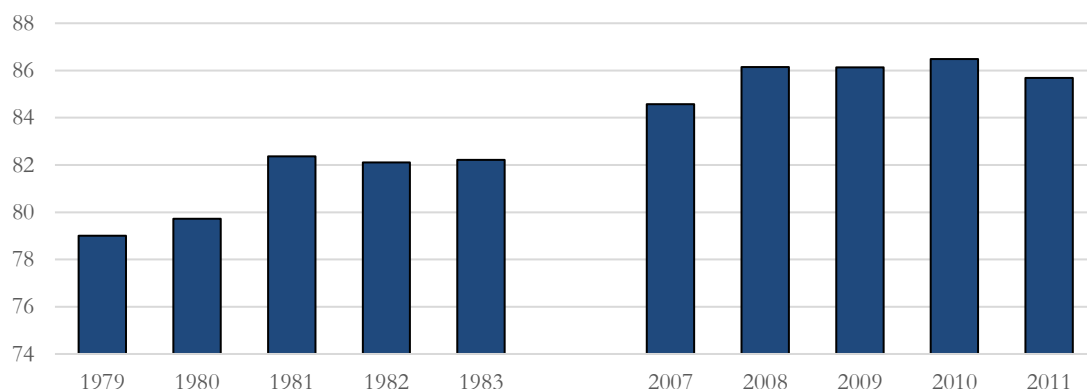
Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

Em 2011, a contribuir para a deterioração da posição externa da economia portuguesa existiam vários problemas estruturais, também eles semelhantes aos observados em 1977 e 1983. Um desses problemas, prendia-se a elevada rigidez e a fraca competitividade internacional do mercado laboral português. Com efeito, depois de 1975, com a implementação de um salário mínimo nacional, a criação de uniões sindicais e a aprovação de legislação laboral mais favorável ao trabalhador, o CUT registou um forte aumento que não foi acompanhado por igual incremento da produtividade do fator trabalho. Entre 1973 e 1977, o CUT aumentou cerca de 40% e a produtividade diminuiu inclusivamente cerca de 10%. No período entre 2000 e 2011, o CUT aumentou cerca de 23% e a produtividade cresceu apenas cerca de 13%, de acordo com dados do BdP.

Outro aspeto que se verificou antes dos três programas de assistência financeira foi a subida dos salários que se traduziu num aumento do rendimento disponível das famílias.

Este aumento de rendimento destinou-se essencialmente ao consumo. Efetivamente, o peso do consumo privado e público no PIB apresentava, quer antes de 1983, quer antes de 2011, uma trajetória crescente, conforme a Figura 5.20.

Figura 5.20 - Peso do consumo privado e público no PIB em %, entre 1979-1983 e 2007-2011



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

O aumento do consumo quer antes de 1983 quer antes de 2011 foi acompanhado por uma alteração estrutural significativa relacionada com os níveis da taxa de poupança em percentagem do rendimento disponível. O nível da taxa de poupança ganha especial importância, uma vez que, permite independência financeira e deste modo fazer face a qualquer imprevisto que surja no futuro. Em 1983, a taxa de poupança em percentagem do rendimento disponível ascendia a 25.6%, ao passo que em 2011 esta mesma taxa fixava-se em 7.5%, conforme o Quadro 5.13.

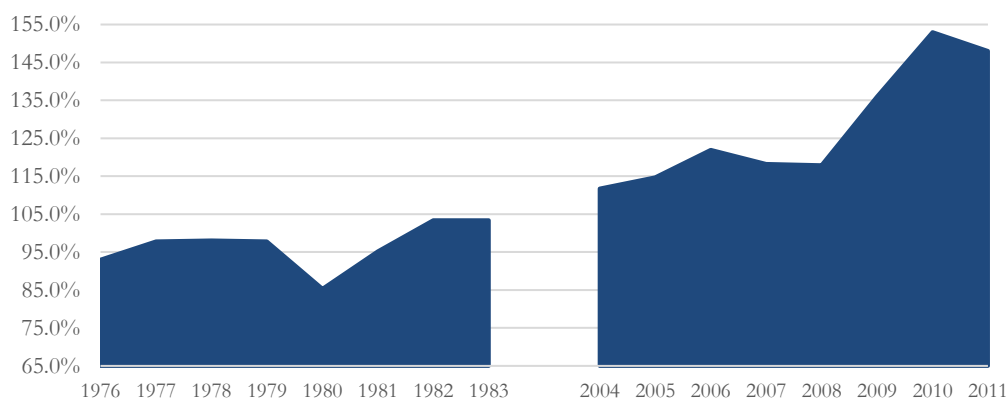
Quadro 5.13 - Taxa de poupança em % do rendimento disponível entre 1975-1983 e 2007-2011

1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	2007	2008	2009	2010	2011
26.8	26.3	20.3	23.3	24.4	23.0	24.3	27.1	25.6	7.0	6.8	10.5	9.2	7.5

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

O aumento do consumo foi também impulsionado pelo elevado recurso a crédito bancário, especialmente, nos anos que antecederam o pedido de ajuda de 2011 (Reis, 2015). Na ausência de regras prudenciais e de regulamentação financeira que, por exemplo impusessem limites à concessão de crédito, levaram que o crédito interno total da economia portuguesas ascendesse em 1983 aos 103.4% do PIB e em 2011 de 148.0% do PIB (Figura 5.21).

Figura 5.21 - Crédito interno total em % do PIB entre 1976-1983 e 2004-2011



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

O aumento do crédito interno total tornou-se um problema para economia portuguesa, já que não terá sido acompanhado por um aumento sustentável do investimento, tanto nos anos que antecederam 1977 e 1983 como de nos que precederam 2011. O aumento saudável do crédito exige investimento rentável que gere retorno, permitindo pagar os juros e amortizar o capital. Como referido anteriormente, existia uma excessiva concentração de investimento em setores de bens não transacionáveis (Blanchard e Giavazzi, 2002; Blanchard e Portugal, 2017).

5.3.2. Medidas tomadas no âmbito dos programas de ajustamento externo

Os três pedidos de ajuda externa apresentam um denominador comum na sua origem: uma crise conjuntural. A crise do petróleo esteve na base dos pedidos de ajuda solicitados em 1977 e 1983 e a crise dos mercados financeiros internacionais motivou o pedido de ajuda de 2011. Como consequência dos referidos pedidos de ajuda foram implementadas medidas que visavam corrigir os problemas de curto prazo, dando sinais aos credores internacionais da intenção de corrigir os desequilíbrios internos e externos.

As crises conjunturais de 1977, 1983 e 2011 puseram em evidência problemas estruturais da economia portuguesa, como a falta de competitividade internacional e o excessivo nível de endividamento externo.

A ausência de reformas durante o programa de 1977-1979 conduziu a um novo programa de ajustamento em 1983. Também durante o programa de 1983-1985 não foram implementadas reformas de fundo na economia portuguesa. O mesmo problema verificou-se durante o período de integração europeia, onde as únicas reformas implementadas

decorreram dos tratados internacionais. Não foram assim realizadas as indispensáveis reformas que salvaguardassem, na medida do possível, a economia portuguesa de choques externos (crise internacionais).

Em 2011, uma nova crise conjuntural externa colocou de novo em evidência as debilidades da economia portuguesa, agravadas então por uma maior dependência financeira face ao exterior, comparativamente a 1977 e 1983. Portugal voltou a implementar medidas que tinham como principal objetivo corrigir os problemas conjunturais. Contudo, atendendo que Portugal já se encontrava inserido numa UEM, as autoridades portuguesas foram obrigadas a implementar reformas, nomeadamente no mercado laboral e no setor bancário.

Nos três programas de ajustamento externo aplicou-se uma política orçamental restritiva, através de aumento de impostos, redução do investimento e consumo público e redução de transferências sociais. A principal diferença entre o programas de 2011 e os dois anteriores prendeu-se essencialmente com a ausência da política monetária e cambial autónomas. De facto, em 1977 e 1983 o BdP aplicou uma política monetária e cambial do tipo restritiva, caracterizada por subidas das taxas de juro, por imposição de limites ao crédito e por uma desvalorização cambial. Ao contrário, em 2011, Portugal não dispunha de autonomia para aplicar estas políticas uma vez que se encontrava sujeito às regras do BCE, o qual neste período aplicou uma política monetária ultra expansionista, através da redução das taxas de juro de referência e da implementação de um programa de compra de ativos, tal como referido no capítulo 4.

No Quadro 5.14 encontram-se sintetizadas as principais medidas tomadas durante os três programas de ajustamento externo.

Quadro 5.14 - Síntese das principais políticas conjunturais implementadas, no âmbito dos programas de ajustamento externo de 1977, 1983 e 2011

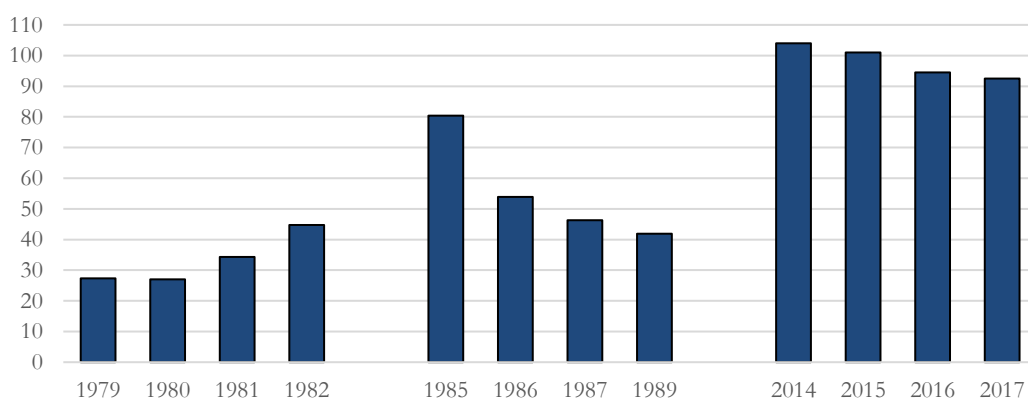
	1977-1979 e 1983-1985		2011-2014	
	Tipo de política	Principais Medidas	Tipo de política	Principais Medidas
Política Orçamental	<i>Restritiva</i>	Redução do consumo e investimento público; aumento de impostos; redução das transferências sociais	<i>Restritiva</i>	Redução do consumo e investimento público; aumento de impostos; redução das transferências sociais
Política de Monetária	<i>Restritiva</i>	Aumento das taxas de juro de referência do Banco de Portugal	<i>Expansionista</i>	Descida das taxas de juro de referência do BCE
Política Cambial	<i>Restritiva</i>	Desvalorização cambial	Ausência de política autónoma	

Fonte: Elaboração própria com base em dados de Banco de Portugal (1977, 1983) e Governo (2014)

5.3.3. Resultados dos programas de ajustamento externo

O principal objetivo dos três programas de ajustamento era corrigir o permanente desequilíbrio externo que se verificava na economia portuguesa. No que diz respeito à evolução da dívida externa durante estes três períodos, ilustrada na Figura 5.23, concluiu-se que apenas no programa de 1977 é que se verificou um aumento da dívida externa em percentagem do PIB. Entre 1985 e 1989 a dívida passou de 80.4% para 41.9%. Entre 2014 e 2017 a dívida diminuiu de 104.0% para 92.5%.

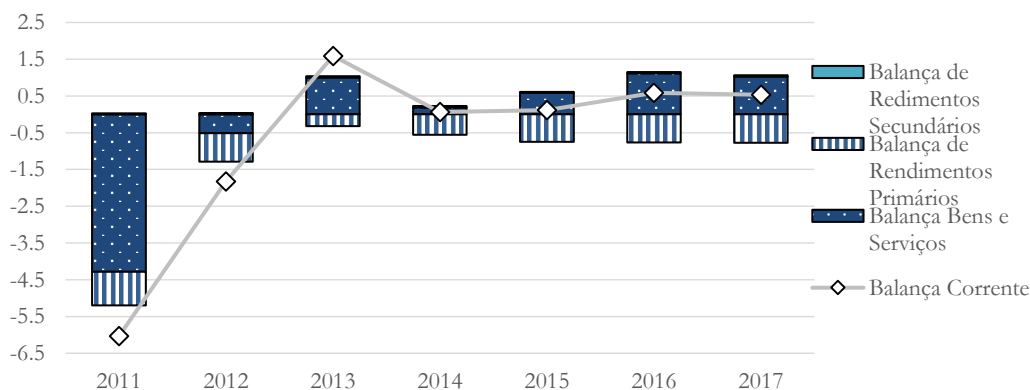
Figura 5.22 - Evolução da dívida externa em % do PIB entre 1979-1982, 1985-1989 e 2014-2017



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco de Portugal (1983), Banco Mundial e Eurostat

A estabilização da dívida externa em percentagem do PIB foi alcançada devido essencialmente à inversão que se registou no saldo da balança corrente, que depois de vários anos com défice crónico, registou em 2013 um excedente de 1.6% do PIB. Este valor deveu-se em grande parte ao saldo da balança de bens e serviços que registou em 2013 também um excedente de 1.0% do PIB (Figura 5.24).

Figura 5.23 - Evolução do saldo da balança corrente e respetivas sub-balanças em % do PIB entre 2011-2017



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

O recente excedente da balança de bens e serviços, à semelhança do que verificou durante o programa de 1983, resultou sobretudo do crescimento do setor do turismo (Banco de Portugal, 1985). Analisando a evolução das receitas do setor, verifica-se que entre 1982 e 1985, de acordo com o Banco de Portugal (1985) o crescimento do setor foi de cerca de 30%. Mais recentemente (desde 2012) que este setor também ganhou destaque na economia portuguesa. De acordo com a World Travel & Tourism Council (2018), o contributo total do turismo em percentagem no PIB, isto é, considerando os efeitos diretos, indiretos e induzidos, em termos reais, fixou-se em 2017 nos 33.5% (Quadro 5.15).

Quadro 5.15 - Contributo total do turismo no PIB nacional em % entre 2012-2018

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
26.2	26.5	28.5	28.7	30.4	33.5	35.2*

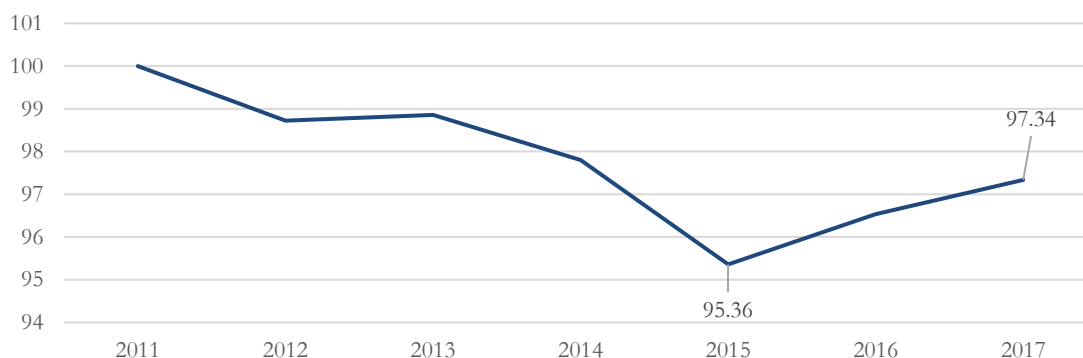
*Estimativa

Fonte: Elaboração própria com base em dados de World Travel & Tourism Council (2018)

Em 2011, na ausência de política cambial (e monetária) autónoma(s), todas as medidas anteriormente apresentadas materializaram um processo de ajustamento interno, ao contrário do que se verificou em 1977 e 1983, através da perda de poder de compra, impulsionando exportações e desincentivando o crédito e as importações, com aumento de impostos e redução das transferências sociais.

Apesar da ausência do mecanismo de desvalorização cambial, Portugal, registou entre 2011 e 2015 uma depreciação de cerca de 4.7% da taxa de câmbio real efetiva, ilustrada na Figura 5.25, o que permitiu à economia portuguesa ganhar competitividade internacional. Contudo, a partir de 2015 esta trajetória inverteu-se, tendo-se verificado uma apreciação real até 2017, conforme a Figura 5.25.

Figura 5.24 - Índice da taxa de câmbio real efetiva entre 2011(=100) -2017



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial

O efeito da política monetária ultra expansionista aplicada pelo BCE, na economia portuguesa, em especial o programa de compra de ativos, encontra-se sintetizado em Banco de Portugal (2017a, p. 115), indicando que “(...) *as medidas não convencionais de política monetária adotadas pelo Eurossistema nos últimos anos implicaram uma expansão do balanço do Banco de Portugal, uma alteração setorial dos fluxos de financiamento da economia e uma alteração da composição setorial quer da PLII, quer da dívida externa (...) em termos setoriais, assistiu-se a um aumento dos passivos externos do Banco de Portugal, por contrapartida de uma redução dos passivos externos da Administração Pública (...)*”. Assim, apesar do ganho de competitividade obtido pela implementação de algumas reformas inscritas no PAF, entretanto evolução essa invertida a partir 2015 (ver Figura 5.25) a dependência do finamento externo manteve-se, de salientar apenas a alteração da estrutura da dívida externa, que no final de 2017 representava 92.5% do PIB (ver Figura 5.22).

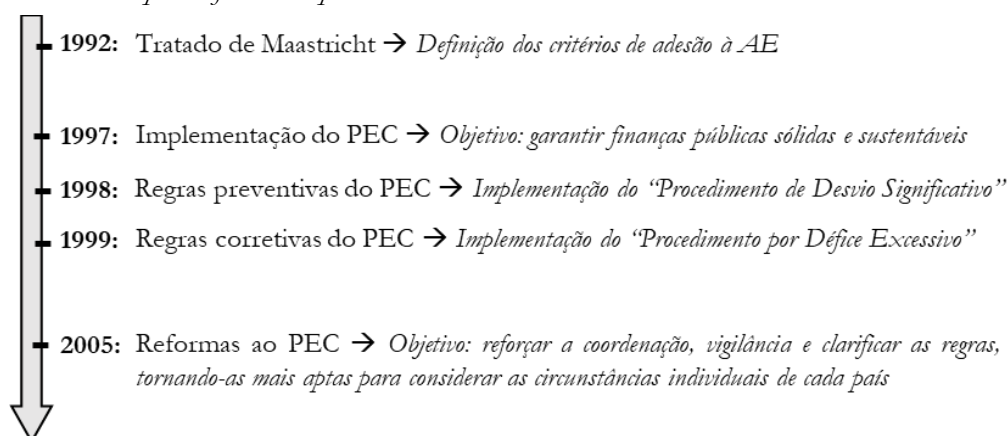
Em suma, comparando os três processos de ajustamento externo de 1977, 1983 e 2011, conclui-se que a ausência de regras prudenciais aliada às debilidades estruturais da economia portuguesa contribuiu para a perda de competitividade internacional e consequentemente para a deterioração da posição internacional de Portugal. Estes são os problemas da economia que vão muito além da elevada dívida pública, habitualmente apresentada como a principal responsável pelos vários programas de ajustamento que conduziram a períodos de recessão com quebras do PIB real e aumentos da taxa de desemprego.

6. Como prevenir o regresso ao passado?

6.1. O que já foi feito da Área Euro

Ao longo dos últimos anos, com o objetivo de tornar a AE mais robusta e preparada para choques, a arquitetura da AE tem sido alvo de reformas ao longo da sua existência. Na Figura 6.1 estão sintetizadas as principais reformas implementadas até ao início da crise da dívida soberana na AE, em 2010.

Figura 6.1 - Principais reformas implementadas na AE entre 1992-2005



Fonte: *Elaboração própria com base em dados da CE*

Após a assinatura do PEC, em 1997, este foi alvo de várias reformas. Em 1998 foi introduzido o “Procedimento de Desvio Significativo”, que, através de recomendações da Comissão Europeia pretende obrigar a correção dos desequilíbrios. Um ano mais tarde, 1999, são aprovadas as regras corretivas do PEC, com destaque para o “Procedimento por Défice Excessivo”. Este procedimento é regido pelo artigo 126.º do Tratado sobre o Funcionamento da UE e obriga os países, que registem um défice orçamental superior a 3 % do PIB e/ou uma dívida pública superior a 60 % do PIB, a apresentar um plano com medidas corretivas. Os países que não cumpram estas recomendações poderão ser alvo de sanções (Eur-Lex, 2018a). Neste momento, apenas a França e a Espanha encontram-se ao abrigo deste procedimento. Dos restantes membros da UE, a Estónia e Suécia são os únicos países que nunca foram sujeitos a este procedimento (Comissão Europeia, 2018a).

A crise da dívida soberana na AE que se iniciou em 2010 forçou as autoridades europeias a reagirem. Em novembro de 2010 é implementado o projeto “Semestre Europeu”, uma iniciativa que pretendia garantir “a coordenação das políticas económicas em toda a

UE” através do debate dos planos económicos nacionais, no primeiro semestre do ano (Comissão Europeia, 2018b).

Em 2011, é instituído o “Procedimento para Desequilíbrios Macroeconómicos”, que tem como base um relatório elaborado anualmente pela CE sobre a situação económica dos países da UE, a fim de identificar potenciais fontes de desequilíbrio. Depois desta primeira avaliação, a Comissão pode exigir uma análise mais exaustiva, onde analisa a evolução dos *“desequilíbrios externos (como as contas externas, a evolução das quotas de exportação e o investimento líquido) e desequilíbrios internos (como o endividamento público e privado, os preços da habitação, os fluxos de crédito e a taxa de desemprego)”* (Eur-Lex, 2018b). É também em dezembro de 2011, que entra em vigor um conjunto de leis, conhecido como o *“Six Pack”*, que pretendiam garantir a estabilidade da UEM reforçando a sustentabilidade orçamental dos países da UE. Esta diretiva estabelece seis regras aplicáveis ao orçamento nacional de cada membro e pretende evitar que os países tenham défices excessivos (Eur-Lex, 2018c).

Em 2012, volta a ser reforçado o enquadramento institucional associado ao cumprimento do PEC, e é assinado o “Pacto Orçamental”, no âmbito do Tratado Intergovernamental sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária. Em linha com o disposto no Tratado, este apresentava três objetivos (Eur-Lex, 2018d):

- *“garantir que os orçamentos nacionais estão em situação de equilíbrio ou excedentária”;*
- *“aumentar o impacto das recomendações feitas pela CE quando os défices públicos dos países da zona Euro registam uma subida excessiva”;*
- *“melhorar a coordenação das políticas económicas nacionais”.*

Em 2013, entraram em vigor duas novas leis, conhecidas como *“Two Pack”*, que pretendem reforçar o enquadramento institucional comum para todos os Estados-membros relativamente aos projetos orçamentais de cada país, através do aumento da supervisão económica e orçamental.

Em 2014 é realizada uma revisão ao *“Six Pack”* e ao *“Two Pack”* com o objetivo de garantir *“maior transparência e simplicidade”* no processo orçamental dos vários membros da UE, garantindo por esta via uma uniformização das regras (Comissão Europeia, 2018a).

No início de 2015, a CE emite novas orientações sobre *“reformas estruturais, investimento e responsabilidade orçamental em prol do emprego e do crescimento”*, reforçando a transparência no funcionamento da UE (Eur-Lex, 2018e). Em junho de 2015 é publicado o “Relatório dos 5 Presidentes: Concluir a União Económica e Monetária Europeia”, elaborado pelos

presidentes da CE (Jean-Claude Juncker), Parlamento Europeu (Martin Schulz), BCE (Mario Draghi), Conselho Europeu (Donald Tusk) e Eurogrupo (Jeroen Dijsselbloem), que traduz as suas posições pessoais manifestadas nos debates realizados entre eles sobre as responsabilidades e desafios que a AE enfrenta nos próximos anos e na necessidade de continuar o processo de integração (Juncker, *et al.*, 2015). Este documento tem como objetivos reforçar a unidade entre os Estados-membros e aumentar a eficiência das decisões tomadas através da responsabilização democrática (Comissão Europeia, 2018c). Em outubro do mesmo ano, na sequência deste documento são aprovadas várias medidas, nomeadamente a criação de um órgão consultivo orçamental europeu, o reforço da posição da AE nas instituições internacionais e medidas para completar a União Bancária (Comissão Europeia, 2018d).

Em 2017 é implementada a elaboração de um relatório anual que avalia se os Estados-membros da AE (incluindo Bulgária, Dinamarca e Roménia) estão a cumprir (ou não) o Pacto Orçamental (Comissão Europeia, 2018e).

No dia 1 de março de 2017, a CE apresentou um documento intitulado “*White Paper*”. Este documento pretende incentivar o debate e a reflexão sobre o futuro da UE, apresentando para o efeito cinco cenários possíveis para evolução da UE a 27 até 2025. A realização destes cenários depende das escolhas dos líderes europeus, em temas como: o mercado único e o comércio internacional; a migração e segurança; a política externa e de defesa; e o orçamento da UE (Comissão Europeia, 2017c). Após a elaboração deste documento, seguiram-se uma série de documentos similares sobre as seguintes dimensões da UE: social, globalização, união monetária, defesa e política externa e finanças.

A CE como resposta aos desequilíbrios macroeconómicos criou vários mecanismos de ajuda financeira, com o objetivo de preservar a estabilidade dos Estados-membros, uma vez que esta se pode financiar nos mercados em nome da UE e obter taxas de juro mais favoráveis, devido ao baixo risco de crédito que lhe está associado. Este mecanismo permite ao tomador do empréstimo beneficiar de melhores condições face às do mercado, mas como contrapartida é exigido a aplicação de políticas económicas destinadas a solucionar os problemas do Estado-membro tomador do empréstimo.

No Quadro 6.1, elencam-se os mecanismos desenhados pela CE, o respetivo objetivo, bem como quais os países que recorreram aos mesmos (Comissão Europeia, 2018f).

Quadro 6.1 - Objetivos e países abrangidos pelos mecanismos financeiros de ajuda

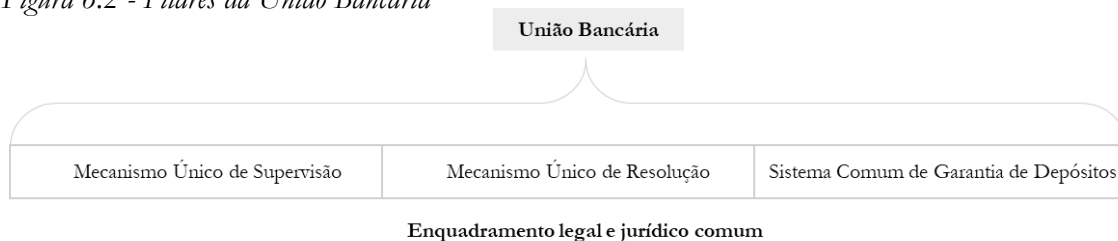
Mecanismos de ajuda externa	Países já abrangidos	Objetivo
<i>Mecanismo de Estabilidade Europeia</i>		Prestar assistência financeira aos países da AE quando necessário
<i>Assistência à Balança de Pagamentos</i>	Hungria, Letónia e Roménia	Prestar assistência a países fora da UE quando apresentam problemas na sua balança de pagamentos
<i>Fundo de Estabilidade Financeira Europeia</i>		Solução temporária para os países da AE com problemas em 2010
<i>Mecanismo de Estabilidade Financeira Europeia</i>	Irlanda e Portugal	Prestar assistência financeira a países da UE em dificuldades financeiras, utilizando obrigações emitidas pela UE
<i>Assistência macrofinanceira a países não membros da UE</i>	Arménia, Geórgia, Jordão, República do Quirguistão, Líbano, Moldávia, Tunísia e Ucrânia	Prestar assistência a países não membros UE quando apresentam problemas na sua balança de pagamentos, estando disponível apenas para os países abrangidos por programa do FMI

Fonte: Elaboração própria com base em dados da CE

6.2. A União Bancária

A União Bancária é uma exigência que decorre da existência de uma moeda única, na medida em que o sistema bancário é a base de todas as transações económicas, o que exige total confiança no setor. O objetivo da CE é criar uma União Bancária com um enquadramento legal e jurídico aplicável a todos os Estados-membros. A União Bancária baseia-se em três pilares, esquematizados na Figura 6.2.

Figura 6.2 - Pilares da União Bancária

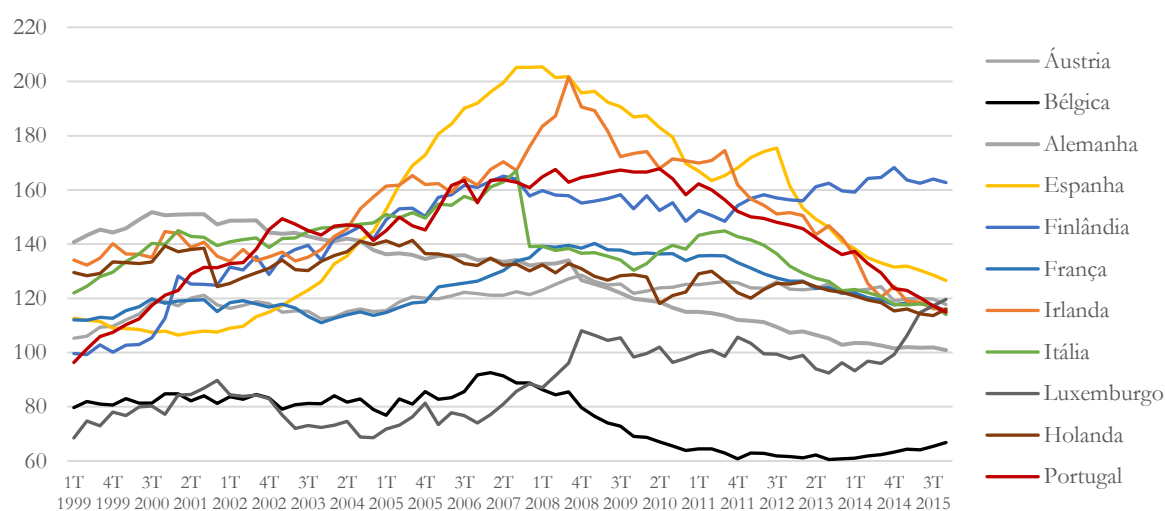


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco de Portugal (2018b)

O sistema bancário para desempenhar as suas funções necessita de dois princípios básicos: estabilidade e confiança. Em 2010 aquando da crise da dívida soberana, foram precisamente estes dois princípios que falharam no sistema bancário da AE (De Grauwe, 2016).

Na literatura económica é muitas vezes apontado como causa da crise da dívida soberana na AE o excesso de crédito bancário concedido a projetos de duvidosa rentabilidade e sem contragarantias minimamente satisfatórias. Analisando o rácio de transformação dos países fundadores da AE, ilustrado na Figura 6.3, que mede a proporção do crédito concedido pelas instituições financeiras face ao seu total de depósitos, é possível concluir que até 2010 este rácio registou uma tendência crescente, com destaque para Espanha, Irlanda, Portugal, Itália e França que chegaram a atingir um valor superior aos 160%.

Figura 6.3 - Rácio de transformação de vários países da AE entre 1999-2016

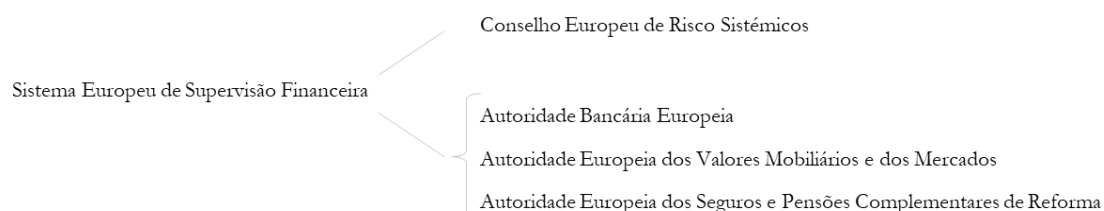


Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCE

O setor bancário da AE desempenha um papel vital nas decisões estratégicas dos restantes agentes financeiros (Banco de Portugal, 2018c). A sua vulnerabilidade conduziu à implementação de uma série de novas regras, políticas e reformas estruturais com o objetivo de recuperar a estabilidade e confiança dos agentes económicos no sistema financeiro europeu. A maior parte das medidas acabaram por ser tomadas sob pressão, ou seja, durante crise ou imediatamente após (Comissão Europeia, 2017a). Antes da crise, em 2009, já tinha sido aprovadas e implementadas regras sobre os mercados financeiros, nomeadamente sobre *hedge funds*, *private equity*, vendas a descoberto, agências de classificação de crédito, derivados, entre outras. Em 2010, com o objetivo de criar um setor financeiro mais seguro e mais responsável é introduzido o Sistema Europeu de Supervisão Financeira, esquematizado na Figura 6.4, que compreende o Conselho Europeu de Riscos Sistémicos e três autoridades de

supervisão: Autoridade Bancária Europeia, Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma.

Figura 6.4 - Estrutura do Sistema Europeu de Supervisão Financeira



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BdP

No mesmo ano (2010) o Mecanismo de Garantia de Depósitos da AE adquire um enquadramento legal mais forte e garante o reembolso dos depósitos até EUR 100 000, procurando com esta medida evitar o levantamento da maioria dos depósitos no caso de verificar a falência da instituição financeira. Simultaneamente foi implementado um conjunto de regras nos mercados financeiros, com o objetivo de os tornar mais estáveis e resilientes a choques. Destaque para a criação do Sistema Único de Pagamentos, que uniformizou em toda a Europa, as condições de pagamento das operações em euros, tais como, transferências de créditos, débitos diretos e pagamentos em cartão (Banco de Portugal, 2018b).

Em 2011 foram aprovadas mais medidas, nomeadamente os requisitos prudenciais de capital, liquidez e alavancagem dos bancos a par de regras mais rigorosas em matéria de transparência bancária. Paralelamente, é implementado o enquadramento legal de base à prevenção do abuso do mercado - Diretiva do Abuso de Mercado - e à atividade dos mercados financeiros - Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros (Comissão Europeia, 2018g).

Em 2012 volta a ser aprovado um conjunto de novas medidas com o objetivo de continuar a reformar o sistema financeiro europeu, através novas regras e instrumentos de supervisão, sendo neste ano implementado o Mecanismo Único de Supervisão, o primeiro pilar da União Bancária. Contudo, este apenas entrou em funcionamento em novembro de 2014. Com este mecanismo, o BCE adquiriu o poder de supervisão de todas as instituições financeiras de membros da AE e outros membros que queiram igualmente aderir. O BCE, que foi também alvo de várias reformas ao longo dos últimos anos, viu o seu papel no sistema financeiro reforçado (Banco de Portugal, 2018b).

Em 2013 é implementado o segundo pilar: o Mecanismo Único de Resolução, que estabelece as regras e procedimentos de uma instituição bancária que esteja em risco de insolvência, assegurando que mesmo numa situação de *stress* o efeito contágio é minimizado (Banco de Portugal, 2018c). Na crise de dívida soberana, o BCE assumiu o papel de *lender of last resort*, isto é, assegurando que, no limite, fornece toda a liquidez necessária para fazer face às necessidades dos agentes económicos, visando minimizar o problema da falta de confiança e o efeito sistémico (Banco de Portugal, 2018b).

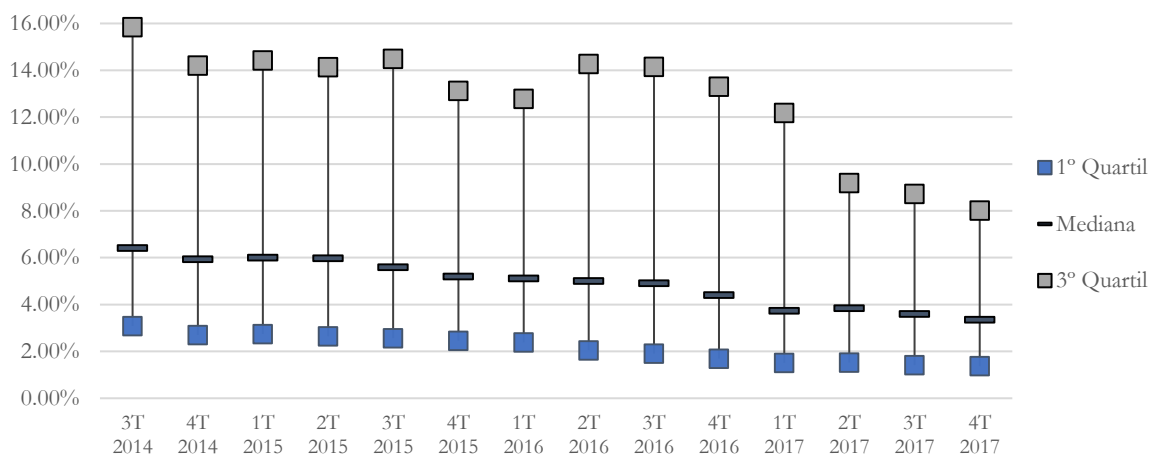
O terceiro pilar da União Bancária consiste na criação de um Sistema Comum De Garantia De Depósitos na AE. Apesar de já ter sido apresentado em novembro de 2015, este ainda não foi implementado. O contexto político europeu, marcado em 2016 pelo *Brexit* (saída do Reino Unido da UE) e em 2017 pelo ciclo eleitoral na Europa, com eleições na Holanda, França e Alemanha, onde o crescente movimento de forças políticas anti Euro e anti Europa deixaram antever alguma incerteza no curto prazo, acabaram por adiar a implementação de algumas reformas no âmbito da União Bancária. Porém, mais recentemente (outubro de 2017) este tema foi alvo de debate no Parlamento Europeu, constatando-se a existência de entraves ao aprofundamento da União Bancária, uma vez que existe a possibilidade de uma tomada excessiva de posições de risco por parte de alguns bancos ao beneficiarem de melhores condições de proteção, em situações de *stress*.

O BCE com o objetivo de avaliar a resiliência do sistema bancário europeu a eventuais choques negativos e identificar potenciais situações de risco realiza periodicamente os “Testes de *Stress*” (Banco de Portugal, 2018c).

Atualmente, existem algumas vulnerabilidades no sistema bancário europeu, nomeadamente o peso dos *non-performing loans* (NPL) na carteira de crédito de alguns bancos.

Em março de 2017, o BCE publicou um guia intitulado “*Guidance to banks on non-performing loans*”. A redução do rácio dos NPL sobre o total de crédito concedido tem sido uma prioridade do BCE, e tal como está ilustrado na Figura 6.5, a mediana deste rácio na AE tem vindo a reduzir-se desde o terceiro trimestre de 2016, especialmente ao nível dos bancos que encontram no terceiro quartil, ou seja, que apresentam uma maior percentagem de NPL no total de crédito concedido.

Figura 6.5 - Rácio de NPL em % na AE entre 2014-2017



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCE

Os NPL constituem igualmente um problema para o setor bancário português. A estratégia do BdP, em sintonia com o BCE, assenta em três vertentes “*interdependentes e complementares: revisão do enquadramento legal, judicial e fiscal, ações de supervisão microprudencial e gestão dos portfólios dos NPL, incluindo possíveis medidas sistémicas*” (Banco de Portugal, 2018c, p.117). Como refere o Banco de Portugal (2017b), é necessário ter em conta que no caso português os NPL são bastantes heterógenos, representando uma fragilidade adicional para a atividade económica global. Os bancos ficam limitados na possibilidade de concessão de novo crédito, uma vez são obrigados a cumprir os rácios de solvabilidade mínimos impostos pelo BCE.

Em resumo, ao longo dos últimos anos foram tomadas várias medidas relativamente ao funcionamento do sistema bancário da AE. Ainda assim, existem outras propostas de melhoria em discussão. A crescente mobilidade de capitais conjugado com o progresso tecnológico, colocam novos desafios na regulação e supervisão financeira. Em face disso, a CE recorre a consultoras independentes especializadas nas várias áreas, com o objetivo de definir normas e regras mais eficazes que contribuam para a minimização dos potenciais riscos e desequilíbrios.

6.3. O futuro: União Económica Monetária e Orçamental?

A UEM tem como principais objetivos promover o crescimento económico, o aumento do emprego e o aumento do bem-estar dos agentes económicos, através da implementação de uma política monetária que garanta a estabilidade de preços de bens e

serviços, da coordenação das políticas orçamentais que garantam o bom funcionamento do mercado único e da supervisão das instituições e sistema financeiro.

Apesar dos progressos que se tem verificado no processo de integração dos vários Estados-membros, continuam a existir vários desafios, como sejam designadamente o desenvolvimento tecnológico e a evolução da demografia.

É, pois, necessário assegurar que a UE e a AE estejam preparadas para eventuais choques no futuro. Os argumentos a favor da conclusão do processo de integração passam pela redução das disparidades financeiras e sociais; redução dos fatores de vulnerabilidade financeira, reforçando a capacidade coletiva de estabilização; redução do elevado endividamento; aumento da eficiência e transparência da UEM, conforme refere o “*White Paper*” (Comissão Europeia, 2017c).

Recentemente, em setembro de 2017, no discurso do Estado da União, o Presidente da CE, Jean-Claude Juncker, defendeu o aprofundamento da UEM, tendo apresentado em dezembro do mesmo ano um conjunto de medidas cujo objetivo é promover o reforço da união económica, financeira e orçamental entre os Estados-membros. Das várias medidas assume especial relevância a proposta transformar o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) num Fundo Monetário Europeu (FME). À semelhança do que já aconteceu com o MEE em 2011 com a Grécia, o objeto seria providenciar financiamento a países em situações de emergência. Este fundo seria também um complemento ao atual Fundo Único de Resolução, reforçando a solidez da União Bancária. Nessa altura Juncker apresentou outras medidas: facilitar o aparecimento de novas ideias relativamente ao orçamento comum da UE; a criação de um ministro da Economia e das Finanças da Europa; conclusão da União Bancária (Juncker, 2017).

Além das políticas monetárias e macro prudenciais, a política orçamental apresenta-se como um elemento chave na integração europeia. De acordo com o Comissão Europeia (2017b) estima-se que entre 2014 e 2020 a dimensão do orçamento da UE seja, em média, de apenas 0.98% do rendimento nacional bruto da UE, que compara negativamente com o valor de 1.07% apresentado por este indicador entre 2007 e 2013. Estes são valores residuais e em contraciclo com a ideia de uma integração europeia ao nível orçamental.

Em linha com a literatura recente, a criação de um orçamento comum europeu é uma solução apontada para evitar os problemas mais recentes da AE (Banco de Portugal, 2018c).

Outro aspeto importante é a consolidação da dívida dos vários Estados-membros, cuja implementação permitiria atenuar, ou mesmo evitar, os problemas resultantes da recente

crise das dívidas soberanas dentro AE. A emissão de títulos da dívida comum a toda a AE (“eurobonds”) conduziria à diluição do risco específico de cada Estado-membro (De Grauwe, 2016). Estes títulos permitiriam resolver os problemas da ligação entre os bancos e a dívida soberana. Seriam considerados um “*safe heaven*” onde o risco seria reduzido e os rendimentos seriam previsíveis inclusive em situações de crise, onde a sua procura tende a aumentar (Banco de Portugal, 2018c). Acresce que trariam outros benefícios nomeadamente uma perceção de segurança e de diversificação maior (Comissão Europeia, 2017c). Existem várias propostas que apresentam forma jurídica e características diferentes. Sintetizam-se em seguida as ideias mais populares, no Quadro 6.2 (Banco de Portugal, 2018c):

Quadro 6.2 - Propostas da forma económica e jurídica de títulos de dívida da AE

Nome	Autor	Ano	Montante de garantias na emissão	Países cobertos
<i>Blue & Red Bonds</i>	Delpha e von Weizsäcker	2010	Até 60% do PIB	Todos os países da AE, mas pode começar com subconjunto e expandir
<i>Eurobills</i>	Hellwig e Philippon	2011	Até 10% do PIB	Todos os países da AE, mas pode começar com subconjunto e expandir
<i>Redemption Fund Eurobonds</i>	German Council of Economic Experts	2011	Acima dos 60% do PIB	Todos os países com dívida acima dos 60%
<i>Synthetic Eurobonds</i>	Beck, Wagner e Uhlig	2011	Nenhuma	Países da AE
<i>SBBS</i>	Brunnermeier <i>et al.</i>	2011	Nenhuma	Todos os países da AE com acesso ao mercado

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCE (2018c)

Em conclusão, um orçamento comum e a consolidação da dívida permitiriam agregar recursos e assim alcançar melhores resultados em face a uma possível recessão no futuro na AE (Comissão Europeia, 2018h).

7. Considerações Finais

De acordo com a literatura, a escolha do regime cambial constitui uma decisão estratégica de política económica muito importante. As autoridades monetárias devem analisar as vantagens e desvantagens de cada regime cambial em função das especificidades e características estruturais de cada país. Todavia, constata-se que não existem regimes cambiais totalmente eficazes que consigam por si só impedir desequilíbrios externos. Empiricamente, um desequilíbrio externo negativo é uma situação insustentável no longo prazo, exigindo um processo de ajustamento externo, como são exemplos a Crise na América Latina e a Crise Asiática na década de 1990.

Como se evidencia no capítulo três, a literatura aponta várias causas para a formação de um desequilíbrio externo, que podem atuar simultânea ou isoladamente: o nível de poupança e investimento, as expectativas de crescimento, a (ausência de) regulação e integração financeira, o risco e o grau de liquidez dos ativos financeiros, a moeda de denominação da dívida, das reservas e dos ativos externos, a política orçamental, o regime cambial, a política monetária, a estabilidade externa, a rigidez salarial (e de preços de bens e serviços), a heterogeneidade de empresas e a dimensão da própria economia.

Na vigência de câmbios flexíveis, existe uma resposta automática da taxa de câmbio face a um desequilíbrio externo, enquanto em câmbios fixos é através da intervenção da autoridade monetária (Banco Central) que os desequilíbrios são corrigidos. Já no caso particular de uma UEM, a adoção das medidas convencionais para corrigir o desequilíbrio externo envolve o abandono da união, opção que de acordo com a literatura poderá acarretar problemas de dimensões imprevisíveis.

A AE, sujeita a uma política monetária e cambial única, colocou ao mesmo nível economias desiguais em termos de desenvolvimento e competitividade, circunstância que levou alguns Estados-membros a acumularem défices externos crónicos, que culminaram na necessidade de pedir ajuda financeira a instâncias internacionais de último recurso, como o BCE, CE e FMI. Empiricamente, as principais causas que contribuíram para esta evolução foram: a (ausência de) integração económica e financeira, o enquadramento institucional e legal, os níveis de poupança, investimento e endividamento, a composição das carteiras internacionais e efeitos de valorização, políticas orçamentais, as diferenças estruturais no mercado laboral, a dimensão da AE e a existência de uma moeda única.

Países como Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha fazem parte da lista dos países que recorreram a instituições internacionais, e, como contrapartida, tiveram que implementar um processo de ajustamento com o objetivo de corrigir o desequilíbrio externo negativo.

Aumento de impostos, redução do consumo e investimento público e implementação de várias reformas no mercado laboral e setor bancário foram algumas das medidas tomadas no âmbito destes programas, que levaram à contração da procura interna, promovendo a competitividade e o crescimento económico.

De acordo com alguma literatura, o regime de câmbios flexíveis é aquele que mais facilmente permite absorver choques externos e corrigir desequilíbrios, por oposição a câmbios fixos (Josifidis, *et al.*, 2013). No entanto, os dados apresentados nesta dissertação revelam que a economia portuguesa se apresenta como um caso de sucesso de aplicação de um programa de ajustamento externo dentro de uma UEM, um regime de câmbios fixos extremo. Uma das evidências está na passagem de um saldo deficitário da balança corrente, 10.1% do PIB em 2010, para um saldo positivo em 2013, 1.0%, para o qual contribui a melhoria do saldo da balança de bens e serviços que passou de déficit 7.6% do PIB em 2010 para um excedente de 1.0% do PIB em 2013.

Portugal, na sua história recente, registou já três graves situações de desequilíbrio externo, que acabaram por ditar a necessidade de recorrer à ajuda financeira internacional: em 1977 e 1983, quando Portugal possuía moeda própria, o escudo, e detinha autonomia na aplicação da política monetária e cambial e, mais recentemente, em 2011, com a moeda única, o Euro, sujeito à política monetária do BCE. Um aspeto comum aos três processos portugueses é o facto de ter sido uma crise internacional conjuntural a colocar em evidência os principais problemas estruturais da economia portuguesa: elevado nível de endividamento externo e baixa competitividade internacional.

Constata-se que os programas de ajustamento implementados nos três diferentes momentos englobavam políticas orçamentais restritivas, contudo, em 1977 e 1983, o BdP aplicou uma política monetária restritiva, com subida das taxas de juro de referência, limitações ao crédito e desvalorização cambial. Pelo contrário, em 2011, as autoridades portuguesas, com um menor grau de liberdade para atuar, ou seja, condicionadas às regras europeias, às condições impostas pelo programa de assistência financeira e à política monetária ultra expansionista do BCE (descida das taxas de juro de referência e implementação de um programa de compra de ativos), conseguiram corrigir o desequilíbrio externo negativo português, não recorrendo à política cambial. Deste modo, Portugal,

revelou-se como um país capaz de sair de uma crise profunda e severa, corrigindo em simultâneo, o historial de défices crónicos na balança de bens e serviços, acompanhado por igual desempenho da balança corrente. Também como resultado do programa de ajustamento externo iniciado em 2011, registou-se uma redução da dependência ao exterior e um ganho de competitividade através da depreciação da taxa de câmbio real, para o qual contribuíram sobretudo as reformas laborais realizadas.

Face ao exposto verifica-se que apesar da ausência do mecanismo convencional de correção dos desequilíbrios externos (política cambial) o processo de ajustamento português, ainda que enquadrado numa UEM, foi um êxito, permitindo uma correção parcial de problemas estruturais da economia portuguesa, ao invés do que se verificou em 1977 e 1983.

Por outro lado, os problemas que surgiram na sequência do agravamento dos desequilíbrios externos de vários Estados-membros da AE, incluindo Portugal, exigiram uma resposta das autoridades europeias. Tal como se evidencia no capítulo seis, desde 2010 que têm vindo a ser criadas novas regras e mecanismos adicionais que procuram evitar o excesso de desequilíbrios globais. As políticas macro prudenciais instituídas na AE pretendem minimizar riscos e garantir uma supervisão eficaz. Em simultâneo, o reforço da União Bancária, alicerçado em três pilares (Mecanismo Único de Supervisão, Mecanismo Único de Resolução e Sistema Comum de Garantia de Depósitos) pretende contribuir para a estabilidade e confiança na banca europeia através de um enquadramento legal comum para todo o setor bancário.

Para os próximos anos perspectivam-se vários desafios nas diferentes dimensões que constituem a AE cuja resposta deverá passar pelo aprofundamento das políticas comuns.

8. Referências bibliográficas

- Aizenman, J. (2018). Optimal Currency Area: A twentieth Century Idea for the twenty-first Century? *Open Economies Review*, Vol. 29(2), pp. 373-382.
- Alessandrini, P., Fratianni, M., Hallett, A. H., e Presbitero, A. (2014). External Imbalances and Fiscal Fragility in the Euro Area. *Open Economies Review*, Vol. 25(1), pp. 3-34.
- Algieri, B. (2013). An empirical analysis of the nexus between external balance and government budget balance: The case of the GIIPS countries. *Economic Systems*, Vol.37, pp. 233-253.
- Algieri, B., e Bracke, T. (2007). Patterns of Current Account Adjustment - Insights from Past Experience. *ECB Working Paper No. 762*.
- Angelini, E., Ca'Zorzi, M., e Aerssen, K. F.-v. (2016). External and Macroeconomic Adjustment in the Larger Euro-Area Countries. *International Finance*, Vol.19(3), pp. 269-291.
- Banco Central Europeu. (2018). BCE. Obtido em 25 de abril de 2018, de <https://www.ecb.europa.eu>:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.pt.html>
- Banco de Portugal. (1976). *Relatório Anual do Banco de Portugal de 1976*. Lisboa: Banco de Portugal.
- Banco de Portugal. (1977). *Relatório Anual do Banco de Portugal de 1977*. Lisboa: Banco de Portugal.
- Banco de Portugal. (1979). *Relatório Anual do Banco de Portugal de 1979*. Lisboa: Banco de Portugal.
- Banco de Portugal. (1983). *Relatório Anual do Banco de Portugal de 1983*. Lisboa: Banco de Portugal.
- Banco de Portugal. (1985). *Relatório Anual do Banco de Portugal de 1985*. Lisboa: Banco de Portugal.
- Banco de Portugal. (2015). *Estatísticas Da Balança De Pagamentos E Da Posição De Investimento Internacional - Notas metodológicas -Suplemento ao Boletim Estatístico Outubro 2015*. Lisboa: Banco de Portugal.
- Banco de Portugal. (2017a). *Boletim Económico Maio 2017*. Lisboa: Banco de Portugal.
- Banco de Portugal. (2017b). *Relatório de Estabilidade Financeira Dezembro 2017*. Lisboa: Banco de Portugal.

- Banco de Portugal. (2018a). *Banco de Portugal*. Obtido em 13 de junho de 2018, de [www.bportugal.pt: https://www.bportugal.pt/page/programa-de-assistencia-economica-e-financeira](https://www.bportugal.pt/page/programa-de-assistencia-economica-e-financeira)
- Banco de Portugal. (2018b). *Banco de Portugal*. Obtido em 7 de agosto de 2018, de [https://www.bportugal.pt: https://www.bportugal.pt/page/mecanismo-unico-de-supervisao](https://www.bportugal.pt/page/mecanismo-unico-de-supervisao)
- Banco de Portugal. (2018c). *Relatório de Estabilidade Financeira Junho 2018*. Lisboa: Banco de Portugal.
- Banco de Portugal. (2018d). *Banco de Portugal*. Obtido em 7 de agosto de 2018, de <https://www.bportugal.pt/: https://www.bportugal.pt/page/mecanismo-unico-de-supervisao>
- Belke, A., e Dreger, C. (2013). Current Account Imbalances in the Euro Area: Does Catching up Explain the Development? *Review of International Economics*, Vol. 21(1), pp. 6-17.
- Belke, A., e Gros, D. (2017). Optimal adjustment paths in a monetary union. *Economic Modelling*, Vol. 67, pp. 338-345 .
- Benczur, P., e Konya, I. (2016). Interest Premium, Sudden Stop, and Adjustment in a Small Open Economy. *Eastern European Economics*, Vol. 54(4), pp. 271-295.
- Berdiev, A., Kim, Y., e Chang, C. P. (2012). The political economy of exchange rate regimes in developed and developing countries. *European Journal of Political Economy*, Vol. 28(1), pp. 38-53.
- Blanchard, O. (2007). Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal. *Portuguese Economic Journal*, Vol.6, pp. 1-21.
- Blanchard, O., e Giavazzi, F. (2002). Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.2002(2), pp. 147-186.
- Blanchard, O., e Portugal, P. (2017). Boom, slump, sudden stops, recovery, and policy options. Portugal and the Euro. *Portuguese Economic Journal*, Vol. 16(3), pp. 149-168.
- Bordo, M. D., Jonung, L., e Markiewicz, A. (2013). A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History. *CESifo Economic Studies*, Vol. 59(3), pp. 449-488.
- Cabral, R. (2011). Como explicar o crescimento da dívida externa nacional desde 1996? *Ter Opinião*, Vol. XXI(1), pp. 24-33.
- Catão, L., e Milesi-Ferretti, G. M. (2014). External liabilities and crises. *Journal of International Economics*, Vol. 94(1), pp. 18-32.

- Chen, R., Milesi-Ferretti, G., e Tressel, T. (2012). External Imbalances in the Euro Area. *IMF Working Paper No.12/2236*.
- Chinn, M. D., e Wei, S.-J. (2008). A Faith-based Initiative: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment? *NBER Working Paper No. 14420*.
- Comissão Europeia. (2017a). *Documento de Reflexão sobre o Aprofundamento da União Económica e Monetária*. Bruxelas.
- Comissão Europeia. (2017b). *Documento de Reflexão sobre o Futuro das Finanças da UE*. Bruxelas: Comissão Europeia.
- Comissão Europeia. (2017c). *White Paper on the future of Europe*. Bruxelas: Comissão Europeia.
- Comissão Europeia. (2018a). *Comissão Europeia*. Obtido em 31 de julho de 2018, de <https://ec.europa.eu/>: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction_en
- Comissão Europeia. (2018b). *Comissão Europeia*. Obtido em 1 de agosto de 2018, de <https://ec.europa.eu/>: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester/framework/european-semester-why-and-how_pt
- Comissão Europeia. (2018c). *Comissão Europeia*. Obtido em 7 de agosto de 2018, de <https://ec.europa.eu/>: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/corrective-arm-excessive-deficit-procedure/excessive-deficit-procedures-overview_pt
- Comissão Europeia. (2018d). *Comissão Europeia*. Obtido em 10 de agosto de 2018, de <http://europa.eu/>: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5874_en.htm
- Comissão Europeia. (2018e). *Comissão Europeia*. Obtido em 10 de agosto de 2018, de <https://ec.europa.eu/>: https://ec.europa.eu/info/publications/fiscal-compact-taking-stock_pt
- Comissão Europeia. (2018f). *Comissão Europeia*. Obtido em 15 de agosto de 2018, de <https://ec.europa.eu/>: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/loan-programmes_en

- Comissão Europeia. (2018g). *Comissão Europeia*. Obtido em 18 de agosto de 2018, de <https://ec.europa.eu/>: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets_en
- Comissão Europeia. (2018h). *Concluir a União Económica e Monetária*. Obtido em 18 de agosto de 2018, de <https://ec.europa.eu/>: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/further-steps-completing-emu_pt.pdf
- Cooper, R. N. (2014). Exchange Rate Choices. *Harvard University Working paper*.
- Corsetti, G., Kuester, K., e Müller, G. (2017). Fixed on Flexible Rethinking Exchange Rate Regimes after the Great Recession. *Discussion Papers No. 1721*.
- Couharde, C., Rey, S., e Sallenave, A. (2016). External debt and real exchange rates' adjustment in the euro area: new evidence from a nonlinear NATREX model. *Applied Economics, Vol.48*, pp. 966-986.
- Cruz-Rodriguez, A. (2013). Choosing and Assessing Exchange Rate Regimes: a Survey of the Literature. *Revista de Análisis Económico, Vol. 28(2)*, pp. 37-61.
- De Grauwe, P. (2016). *Economics of Monetary Union* (11th ed.). Oxford: Oxford University Press.
- Devereux, M. B., e Sutherland, A. J. (2010). Valuation effects and the dynamics of net external assets. *Journal of International Economics, Vol. 80(1)*, pp. 129-143.
- Dorrucci, E., e McKay, J. (2011). The International Monetary System After the Financial Crisis. *Occasional Paper Series No. 123*.
- Edwards, S. (2002). The great exchange rate debate after Argentina. *The North American Journal of Economics and Finance, Vol.13(3)*, pp. 237-252.
- Eichenbaum, M., Johannsen, B. K., e Rebelo, S. (2018). Monetary Policy and the Predictability of Nominal Exchange Rates. *NBER Working Paper, No. 23158*.
- Eichengreen, B. (1993). The Endogeneity of Exchange Rate Regimes. *NBER Working Paper, No. 4361*.
- Eur-Lex. (2018a). *Eur-Lex*. Obtido em 7 de agosto de 2018, de <https://eur-lex.europa.eu/>: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=LEGISSUM%3A140302_1
- Eur-Lex. (2018b). *Eur-Lex*. Obtido em 7 de agosto de 2018, de <https://eur-lex.europa.eu/>: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:ec0019&from=PT>

- Eur-Lex. (2018c). *Eur-Lex*. Obtido em 7 de agosto de 2018, de <https://eur-lex.europa.eu/https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:ec0021&from=EN>
- Eur-Lex. (2018d). *Eur-Lex*. Obtido em 8 de agosto de 2018, de https://eur-lex.europa.eu/https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=LEGISSUM%3A1403_3
- Eur-Lex. (2018e). *Eur-Lex*. Obtido em 9 de agosto de 2018, de <https://eur-lex.europa.eu/https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0335>
- Evans, M. (2017). External balances, trade and financial conditions. *Journal of International Economics*, Vol. 107, pp. 165-184.
- Farhi, E., Gourinchas, P.-O., e Rey, H. (2011). Reforming the nternational Monetary System. *Working paper S-3002-NOC-1*.
- Faruquee, H., e Lee, J. (2009). Global Dispersion of Current Accounts: Is the Universe Expanding? *IMF Staff Papers*, Vol. 56(3), pp. 574-595.
- Fleming, J. M. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, Vol. 9(3), pp. 369-380.
- FMI. (2017). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017*. Washington: FMI.
- Frankel, J. (2011). Choosing an Exchange Rate Regime. *M-RCBG Faculty Working Paper No. 2011-16*.
- Frieden, J. (2008). Globalization and Exchange Rate Policy. Em J. Frieden, *The Future of Globalization* (pp. 344-357). New York: Ed. Ernesto Zedillo.
- Friedman, M. (1953). The methodology of positive economics. *Essays in Positive*, pp. 1-43.
- Galstyan, V. (2015). Country Size and Exchange Rates. *Economica*, Vol. 82(326), pp. 222-235.
- Ghosh, A. (2014). A comparison of exchange rate regime choice in emerging markets with advanced and low income nations for 1999–2011. *International Review of Economics & Finance*, Vol. 33, pp. 358-370.
- Ghosh, A., Qureshi, M., e Tsangarides, C. (2013). Is the exchange rate regime really irrelevant for external adjustment? *Economics Letters*, Vol. 118(1), pp. 104-109.
- Gnimassoun, B., e Mignon, V. (2015). Persistence of Current-account Disequilibria and Real Exchange-rate Misalignments. *Review of International Economics*, Vol. 23(1), pp. 137-159.

- Gourinchas, P.-O., e Rabanal, P. (2017). Exchange Rates and External Adjustment. *IMF Economic Review*, Vol.65(3), pp. 467-470.
- Gourinchas, P.-O., e Rey, H. (2007). International Financial Adjustment. *Journal of Political Economy*, Vol. 115(4), pp. 665-703.
- Gourinchas, P.-O., e Rey, H. (2014). External Adjustment, Global Imbalances and Valuation Effects. *Handbook of International Economics*, Vol. 4, pp. 585-645.
- Governo de Portugal. (2014). *A Gestão do Programa de Ajustamento*. Lisboa: Governo de Portugal.
- Guerrieri, P., e Esposito, P. (2012). Intra-European imbalances, adjustment, and growth in the eurozone. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28(3), pp. 532-550.
- Habib, M. M., Mileva, E., e Stracca, L. (2017). The real exchange rate and economic growth: Revisiting the case using external instruments. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 73, pp. 386-398.
- Hancké, B., e Soskice, D. (2003). Wage-Setting and Inflation Targets in EMU. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.19(1), pp. 149-160.
- Herrmann, S. (2009). "Do we really know that flexible exchange rates facilitate current account adjustment? Some new empirical evidence for CEE countries,. *Applied Economics Quarterly*, Vol. 55(4), pp. 295-312.
- Hohberger, S., Vogel, L., e Herz, B. (2014). Budgetary-Neutral Fiscal Policy Rules and External Adjustment. *Open Economies Review*, Vol. 25(5), pp. 909-936.
- Horská, H., e Milučká, D. (2016). Exchange Rate Devaluation vs. Internal Devaluation in Greece. *The 10th International Days of Statistics and Economics*, (pp. 8-10). Praga.
- Hossain, M. (2009). Institutional development and the choice of exchange rate regime: A cross-country analysis. *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 23(1), pp. 56-70.
- Ilzetzi, E., Reinhart, C. M., e Rogoff, K. S. (2017). Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? *NBER Working Paper No. 23134*.
- Josifidis, K., Allegret, J.-P., e Pucar, E. B. (2013). Adjustment mechanisms and exchange rate regimes in 2004 new EU members during the financial crisis. *Post-Communist Economies*, pp. 1-17.
- Joyce, J. P. (2018). External balance sheets as countercyclical crisis buffers. *International Economics and Economic Policy*, Vol. 15(2), pp. 305-329.

- Juncker, J.-C. (2017). *Comissão Europeia*. Obtido em 13 de agosto de 2018, de <https://ec.europa.eu/>:
<https://ec.europa.eu/avservices/video/player.cfm?ref=I143451>
- Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M., e Schulz, M. (2015). *Concluir a União Económica e Monetária Europeia*. Comissão Europeia.
- Kenen, P. (1969). The theory of optimum currency areas : an eclectic view. *Monetary problems of the international economy*, pp. 41-60.
- Kose, M. A., Prasad, E. S., e Taylor, A. D. (2011). Thresholds in the Process of International Financial Integration. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30(1), pp. 147-179.
- Krugman, P. (2013). Revenge of the Optimum Currency Area. *NBER Macroeconomics Annual 2012*, Vol. 27, pp. 439 - 448.
- Lane, P. (2012). The European Sovereign Debt Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26(3), pp. 49-68.
- Lane, P., e Milesi-Ferretti, G. M. (2015). Global Imbalances and External Adjustment After the Crisis. Em *Global Liquidity, Spillovers to Emerging Markets and Policy Responses* (1 ed., Vol. Vol. 20, pp. 105-142). Central Bank of Chile.
- Libman, E. (2017). The effects of exchange rate regimes on real exchange rate misalignment. *International Review of Applied Economics* , Vol. 32(1), pp. 39-61.
- Litsiosa, I., e Pilbeam, K. (2017). An empirical analysis of the nexus between investment, fiscal balances and current account balances in Greece, Portugal and Spain. *Economic Modelling*, Vol.63, pp. 143-152.
- Martin, F. E. (2016). Exchange rate regimes and current account adjustment: An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, Vol.65, pp. 69-93.
- Mauro, F. d., e Pappadà, F. (2014). Euro area external imbalances and the burden of adjustment. *Journal of International Money and Finance*, 48, pp. 336-356.
- McKinnon, R. I. (1963). Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, Vol. 53(4), pp. 717-725.
- McKinnon, R. I. (1981). The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions. *Journal of Economic Literature*, Vol. 19(2), pp. 531-557.
- Milučká, D., e Horská, H. (2016). Exchange Rate Devaluation vs. Internal Devaluation in Greece. *The 10th International Days of Statistics and Economics*, pp. 1227- 1239.
- Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, Vol. 51(1), pp. 657-665.

- Obstfeld, M., e Taylor, A. M. (2017). International Monetary Relations Taking Finance Seriously. *NBER Working Paper Series*, No. 23440.
- Poole, W. (1970). Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84(2), pp. 197-216.
- Razo-Garcia, R., e Eichengreen, B. (2006). The international monetary system in the last and next 20 years. *Economic Policy*, Vol. 21(47), pp. 394-442.
- Reis, R. (2013). The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.46(1), pp. 143-210.
- Reis, R. (2015). Looking for a Success in the Euro Crisis Adjustment Programs: The Case of Portugal. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.2015(2), pp. 433-458.
- Schmitt-Grohé, S., e Uribe, M. (2016). Downward Nominal Wage Rigidity, Currency Pegs, and Involuntary Unemployment. *Journal of Political Economy*, Vol. 124(5), pp. 1466-1514.
- Semmler, W., e Tahri, I. (2017). Current account imbalances: A new approach to assess external debt sustainability. *Economic Modelling*, Vol. 62, pp. 161-170.
- Tippkötter, M. (2010). Global Imbalances and the Current Account Adjustment Process: An Empirical Analysis. *DIW Berlin Discussion Paper No. 1011*.
- Towbin, P. (2013). Financial Integration and External Sustainability. *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 18(4).
- Williamson, J. H. (2012). Rules for Correcting External Imbalances. *Open Economies Review*, Vol. 23(1), pp. 151-161.
- World Travel & Tourism Council . (2018). *World Travel & Tourism Council Economic Impact 2018*. World Travel & Tourism Council .
- Yeyati, E. L., Sturzenegger, F., e Reggio, I. (2010). On the endogeneity of exchange rate regimes. *European Economic Review*, Vol. 54, pp. 659-677.